Zur Bedeutung der Finanzintermediäre für die Transmissionsprozesse der Geldpolitik

INAUGURAL - DISSERTATION

zur Erlangung des Doktorgrades

der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät

der Eberhard-Karls-Universität zu Tübingen

vorgelegt von

MICHAEL WOBBERMIN

aus Köthen-Anhalt

1981

Zur Bedeutung der Finanzintermediäre für die Transmissionsprozesse der Geldpolitik

INAUGURAL - DISSERTATION

zur Erlangung des Doktorgrades

der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät

der Eberhard-Karls-Universität zu Tübingen

vorgelegt von

MICHAEL WOBBERMIN

aus Köthen-Anhalt

1981

UNIV.
LEIDEN
BIBL.

Dekan: Prof. Dr. rer. pol. Josef Molsberger
Erstberichterstatter Prof. Dr. rer. pol. Erich Arndt
Zweitberichterstatter Prof. Dr. rer. pol. Alfred E. Ott
Tag der mündlichen Prüfung 22. Mai 1981

Gesamtherstellung: **aku** - Fotodruck GmbH, 8600 Bamberg

Für

Cornelia, Caroline

Heinz, Hilde

Inhaltsverzeichnis Seite

Einleitung..... 1

A. Der Begriff "Finanzintermediäre" und die Abgrenzung von den Banken..... 5

I. Der Finanzsektor einer Volkswirtschaft..... 5
1. Aufgaben und Leistungen des Finanzsektors.... 5
2. Die Struktur des Finanzsektors..... 7
II. Adäquanz der Abgrenzung und Folgerungen..... 11

B. Die Bedeutung der Finanzintermediäre für die Transmissionsprozesse und für die Keynesianer-Monetaristen-Diskussion..... 16

I. Wirkungen der Aktivitäten der Finanzintermediäre auf den realen Bereich einer Volkswirtschaft - ein Überblick..... 16
1. Transmissionsprozesse und indirekte Kontrollmöglichkeiten der Finanzintermediäre durch die Zentralbank..... 16
a) Grundstruktur der Transmissionsprozesse der Geldpolitik..... 16
b) Traditionelle Ansatzpunkte der Geldpolitik 18
c) Die Adäquanz indirekter Kontrolle der Finanzintermediäre durch die Zentralbank.... 21
(1) Indirektes Kontrollpotential der Zentralbank..... 21
(2) Kontrolleffizienz..... 22
2. Aggregative Wirkungen der Finanzintermediäre. 27
a) Wesentliche Ansätze der Diskussion..... 27
b) Effekte..... 29
(1) Instabilität der Geldnachfrage..... 29
(2) Zinsstruktureffekte..... 36
(3) Zur Kreditschöpfungsfähigkeit der Finanzintermediäre..... 39
c) Ergebnis: Minderung der Effizienz der Geldpolitik..... 47
3. Folgerungen..... 49

Seite

II. Die Bedeutung der Finanzintermediäre in der keynesianischen Theorie..... 51
1. Die keynesianische Theorie - zur Orientierung..... 51
2. Berücksichtigung der Finanzintermediäre als Kritik am Ansatz von Keynes..... 53
a) Die Bedeutung der Finanzintermediäre im Rahmen der Kreditverfügbarkeitstheorie... 53
b) Finanzintermediäre und Liquiditätstheorie 58
(1) Die "whole liquidity position"..... 58
(2) Instabile Entwicklung zwischen den Verbindlichkeiten der Finanzinstitute und geldpolitische Konsequenzen..... 63
c) Eine Synthese von Kreditverfügbarkeits- und Liquiditätstheorie - der Parallel-effekt..... 65
d) Finanzintermediäre im Rahmen der "New View"-Analyse..... 67
(1) Die Struktur des Transmissionsprozesses bei Tobin..... 68
(2) Die Keynes-Radcliffe-Synthese..... 71
(3) Geldpolitische Konsequenzen..... 75
3. Wesentliche Kennzeichen keynesianischer Analyse der Bedeutung der Finanzintermediäre... 79
III. Die relative Bedeutungslosigkeit der Finanzintermediäre in der Theorie der Monetaristen... 81
1. Methodologische und ideologische Ursachen für die relative Vernachlässigung der Finanzintermediäre..... 82
a) Die Forschungsstrategie der Monetaristen. 82
b) Vernachlässigung der Finanzintermediäre - Ausdruck einer Weltanschauung?..... 86
2. Ursachen in der Modellstruktur..... 88
a) Die Bedeutung der Finanzintermediäre in der Analyse von Milton Friedman..... 88
(1) Geldnachfragetheorie und Transmissionsprozesse..... 89

Seite

(2) Verringerung der Geldnachfrage durch Geldsubstitute 92
(3) Auswirkungen der Geldsubstitute auf die Zinselastizität der Geldnachfrage 95
b) Die Bedeutung der Finanzintermediäre in der Analyse von K. Brunner und A.H. Meltzer 96
(1) Charakteristische Merkmale der Brunner/Meltzer-Analyse 97
(2) Ablehnung aggregativer Effekte der Finanzintermediäre als Ausdruck der Kritik am Yale-Ansatz 98
(3) Finanzintermediäre und die Trennung von Geld und Kredit 103
3. Geldpolitische Konsequenzen 110

C. Wichtige Finanzintermediäre in den USA, Großbritannien und in der Bundesrepublik Deutschland - institutionelle Besonderheiten und geldpolitische Konzeptionen 112
I. USA 112
1. Finanzsektor 112
a) Kennzeichen des Notenbanksystems 112
b) Banken und Finanzintermediäre - eine Bestandsaufnahme 115
(1) Wesentliche Merkmale der Finanzinstitute (ohne die Zentralbank) 115
(2) Banken und Finanzintermediäre: Langfristige Entwicklung 120
(3) Regulatorische Struktur im dualen System und indirektes Kontrollpotential der Notenbank 122
2. Aggregative Wirkungen der Finanzintermediäre 126
a) Qualität der Geldsubstitute 126
b) Die Regulation Q und ihre Folgen 128
(1) Einlagenwettbewerb und Financial Disintermediation 129

Seite

(2) Funktionale Annäherung der Banken und der Finanzintermediäre (ohne die LIC)..... 134

c) Kredite der Lebensversicherungen und der Aktiv-Tausch der Finanzintermediäre..... 137

3. Die Finanzintermediäre und die geldpolitische Konzeption der Notenbank..... 141

a) Die geldpolitische Konzeption bis 1979... 141

b) Seit Oktober 1979: "Monetaristischere" Geldpolitik..... 144

4. Ergebnisse..... 148

II. Großbritannien: Zur aktuellen Diskussion um die Building Societies..... 150

1. Der institutionelle Rahmen der Geldpolitik.. 150

2. Building Societies und die Transmission monetärer Impulse..... 154

a) Strukturmerkmale der Building Societies.. 154

b) Aggregative Wirkungen der Finanzintermediäre..... 157

c) Ausdehnung geldpolitischer Kontrollen auf die Building Societies?..... 159

3. Ergebnisse..... 161

III. Bundesrepublik Deutschland..... 163

1. Die Trennung von Banken und Finanzintermediären - Widersprüchliches bei der Deutschen Bundesbank..... 163

2. Finanzintermediäre: Abgrenzung, Bilanzen und langfristige Entwicklung..... 165

3. Aggregative Wirkungen der Finanzintermediäre 170

a) Qualität von Geldsubstituten der Finanzintermediäre..... 170

b) Mittelzufluß..... 172

c) Kreditgewährung und Aktiv-Tausch..... 174

4. Finanzintermediäre in der geldpolitischen Konzeption der Deutschen Bundesbank - der Paralleleffekt..... 178

a) Ausrichtung der Geldpolitik auf die Banken..... 178

Seite

b) Köhlersche Orientierung..... 181

5. Ergebnisse..... 183

Ausblick..... 185

Anhang..... 186

Literaturverzeichnis..... 238

Verzeichnis der Abkürzungen

AktG	Aktiengesetz
ATS	Automatic Funds Transfer
BBankG	Gesetz über die Deutsche Bundesbank vom 26. Juli 1957
B/M	Karl Brunner und Allan H. Meltzer
BoE	Bank of England
BoG	Board of Governors
BS	Building Societies
BSA	The Building Societies Association
CB	Commercial Banks
CCC-Act	Competition and Credit Control Act
CoC	Comptroller of the Currency
CU	Credit Unions
ed.	editor
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FHLBB	Federal Home Loan Bank Board
FHLBS	Federal Home Loan Bank System
FOMC	Federal Open Market Committee
FRB	Federal Reserve Banks
FRS	Federal Reserve System
F/S	Milton Friedman und Anna J. Schwartz
FSLIC	Federal Savings and Loan Insurance Corporation
KWG	Kreditwesengesetz
LIC	Life Insurance Companies
MB	Member Banks
MSB	Mutual Savings Banks
NBFI	Nonbank Financial Intermediaries
NCUA	National Credit Union Administration
NMB	Nonmember Banks
NOW	Negotiable Orders of Withdrawals
SL	Savings and Loan Associations
U.S.C.	United States Code

Verzeichnis der Abbildungen, Übersichten und Tabellen

		Seite
Abbildung 1:	Effizienz der indirekten Kontrolle von Finanzintermediären durch die Zentralbank	25
Abbildung 2:	Instabilitätshypothese von Gurley/Shaw	28
Abbildung 3:	Finanzintermediäre und die Zinselastizität der Geldnachfrage	31
Abbildung 4:	Verfügbarkeits- und Rationierungseffekte	55
Abbildung 5:	Zinshöchstvorschriften und Kreditverfügbarkeit	57
Abbildung 6:	Finanzintermediäre und der supply price of capital	73
Abbildung 7:	Wirkungen der Finanzintermediäre auf dem Geld- und Kreditmarkt des Brunner/Meltzer-Modells	107
Abbildung 8:	Wirkungen von Zinshöchstvorschriften für Einlagen im Brunner/Meltzer-Modell	111

Anhang

Abbildung 9:	Zur Zinsstruktur in den USA 1957 - 1977	187
Abbildung 10:	Depositenwachstum bei Banken und Finanzintermediären (USA) 1950 - 1978 und Commercial Paper Rate	188
Abbildung 11:	Ersparnisbildung privater Haushalte bei Banken und Finanzintermediären (USA) 1950 - 1978 und Commercial Paper Rate	189
Abbildung 12:	Wachstum der Hypothekenkredite von Banken und Finanzintermediären (USA) 1953 - 1978	190
Abbildung 13:	Treasury Bill Rate, Depositenwachstum bei CB u. SL/MSB und der Erwerb von Credit Market Instruments durch private Haushalte 1952 - 1977	191
Abbildung 14:	Financial Disintermediation in 1966 (USA)	192
Abbildung 15:	Financial Disintermediation in 1969/70 (USA)	193
Abbildung 16:	Financial Disintermediation in 1973/74 (USA)	194
Abbildung 17:	Liquidity Ratio der FSLIC-versicherten Savings and Loan Associations 1969 - 1978	195
Abbildung 18:	Depositenmarktanteile der Finanzinstitute in Großbritannien 1950 - 1977	196

		Seite
Abbildung 19:	Depositenwachstum bei Clearing Banks und Building Societies 1950 - 1977 und restriktive Geldpolitik	197
Abbildung 20:	Hypothekenkreditzuwächse bei Clearing Banks und Building Societies 1950 - 1977 und restriktive Geldpolitik	198
Abbildung 21:	Liquidity Ratio für Building Societies und der durchschnittliche Diskontsatz 1977 - 1979	199
Abbildung 22:	Mittelzufluß bei Kapitalanlagegesellschaften und der Diskontsatz 1970 - 1978	200
Übersicht 1:	Organisationspyramide des Federal Reserve Systems	201
Übersicht 2:	Das duale System für Banken und Finanzintermediäre in den USA	202
Übersicht 3:	Institutionelle Veränderungen bei den Finanzinstituten in den USA 1970 - 1977	203
Übersicht 4:	Vergleich alter und neuer Geldmengendefinitionen (M_1, M_{1A}, M_{1B})in den USA	208
Übersicht 5:	Vergleich alter und neuer Geldmengendefinitionen (ohne M_1) in den USA	209
Übersicht 6:	Instrumentelle Struktur der Geldpolitik in Großbritannien	210
Tabelle 1:	Bilanz der Commercial Banks Ende Sept. 1978	211
Tabelle 2:	Bilanzen der Thrift Institutions 1977 - 1979	213
Tabelle 3:	Aktiva und Passiva der Savings and Loan Associations Ende 1978	215
Tabelle 4:	Bilanzstruktur der Mutual Savings Banks 1977	216
Tabelle 5:	Aktiva von Banken und Finanzintermediären in den USA 1950 - 1978	217
Tabelle 6:	Aktiva der Commercial Banks und der Thrift Institutions 1950 - 1978	218
Tabelle 7:	Laufzeitenstruktur der Sparkonten bei FSLIC-versicherten Savings and Loan Associations	219
Tabelle 8:	Depositen bei Banken und Finanzintermediären - Bestände, Wachstum, Marktanteile 1950 - 1978 in den USA	220

		Seite
Tabelle 9:	Jährliche Finanzaktivaströme privater Haushalte 1950 - 1978 in den USA	222
Tabelle 10:	Durchschnittliche Verzinsung der Depositen bei SL, MSB und CB 1950 - 1978	223
Tabelle 11:	Hypothekenkredite - Bestände und Wachstumsraten 1952 - 1978 von Banken und Finanzintermediären in den USA	224
Tabelle 12:	Jährliches Wachstum der Policy Loans in Relation zum Wachstum der Aktiva der LIC	225
Tabelle 13:	Life Insurance Companies - Flow of Funds-Angaben 1968 - 1973	226
Tabelle 14:	Depositen privater Haushalte bei Finanzinstituten in Großbritannien Ende 1978 und 1979	227
Tabelle 15:	Aktiva und Passiva der Building Societies 1973 - 1979	228
Tabelle 16:	Hypothekenkredite und Marktanteile Ende 1978 in Großbritannien	229
Tabelle 17:	Depositenmarktanteile der Finanzinstitute in Großbritannien 1913 - 1977	230
Tabelle 18:	Bilanzen der Bausparkassen 1972 - 1980	231
Tabelle 19:	Zusammensetzung und Fondsvermögen der Deutschen Wertpapierfonds	232
Tabelle 20:	Geldmittel und Vermögensanlagen der Versicherungsunternehmen	233
Tabelle 21:	Aktiva der Finanzinstitute in der Bundesrepublik Deutschland 1950 - 1978 sowie deren Relation zum Sozialprodukt	234
Tabelle 22:	Geldvermögensbildung der privaten Haushalte bei Bausparkassen, Versicherungen und Realkreditinstituten 1955 - 1977	235
Tabelle 23:	Neuzusagen zur Finanzierung des Wohnungsbaus in der Bundesrepublik Deutschland 1955 - 1978	236
Tabelle 24:	Der Aktiv-Tausch bei Realkreditinstituten, Bausparkassen und Versicherungen 1958 - 1978	237

Einleitung

Das wesentliche Problem, welches die Geldtheorie zu lösen versucht, ist die Beantwortung der Frage, wie monetäre Impulse der Zentralbank (z.B. eine Erhöhung des Diskontsatzes) auf das Ausgabeverhalten der Wirtschaftssubjekte wirken. Den Ablauf dieser Transmissionsprozesse der Geldpolitik kann die Zentralbank nicht direkt bestimmen. Sie versucht, auf die Banken einzuwirken, um über deren Portfolioentscheidungen (z.B. eine Verringerung des Kreditangebots als Folge der Erhöhung des Diskontsatzes) die Investitions- und Konsumausgaben der Wirtschaftssubjekte zu beeinflussen, damit eine Stabilisierung des Preisniveaus und der Konjunktur eintritt.

Neben den Banken gibt es allerdings auch noch andere Finanzinstitute, z.B. die sog. Finanzintermediäre (Bausparkassen, Versicherungen usw.). Sie werden zumeist von den geldpolitischen Instrumenten der Zentralbank nicht direkt berührt[1]. Die Zentralbank beschränkt ihren Instrumenteneinsatz auf die Banken, weil sie annimmt, daß die von ihr ausgehenden monetären Impulse durch diese Finanzinstitute mit der größten Intensität und der geringsten Wirkungsverzögerung auf den realen Bereich einer Volkswirtschaft übertragen werden. Als Abgrenzungskriterium der Banken von den Finanzintermediären wird auf die Fähigkeit der Banken verwiesen, multiple Geld- und Kreditschöpfung betreiben zu können. Finanzintermediäre sammeln dagegen nur Ersparnisse der Wirtschaftssubjekte an und vermitteln sie in Form von Krediten an Investoren weiter. Sie können folglich durch ihre Aktivitäten die Entwicklung des Sozialprodukts nicht beeinflussen.

Die Gültigkeit dieser Sicht des Transmissionsprozesses der Geldpolitik soll in dieser Arbeit näher untersucht werden und zwar unter theoretischen und institutionellen Gesichtspunkten.

Wenn eine Zentralbank Banken und Finanzintermediäre voneinander trennt, so tut sie dies auf der Basis ihrer geld-

1 Zur Ausnahme siehe den Teil der Arbeit, der sich mit den USA beschäftigt.

politischen Konzeption. Da über die Transmissionsprozesse der Geldpolitik keine vollständigen Informationen vorliegen, ist die Zentralbank auf Erkenntnisse der Geldtheorie angewiesen.

Die Geldtheorie wurde in den letzten beiden Jahrzehnten wesentlich durch den Streit zwischen Keynesianern und Monetaristen über die Effizienz der Geld- und Finanzpolitik zur Preisniveau- und Konjunkturstabilisierung beherrscht. Die Kontroverse[1] hat auch zur Entdeckung von Gemeinsamkeiten geführt[2]. Allerdings gibt es nach wie vor Elemente in beiden Theoriegebäuden, die nicht miteinander zu vereinbaren sind[3]. Hierzu gehört die von den Monetaristen[4] betonte Möglichkeit der Trennung von aggregativen und allokativen Kräften, d.h. der Separierung von relativen Preisen, die die Entwicklung des Sozialprodukts wesentlich beeinflussen (aggregative Effekte) oder nicht bzw. nur unwesentlich verändern (allokative Effekte). Monetaristen interessieren sich demnach im Gegensatz zu den Keynesianern nicht für Einzelheiten der allokativen Wirkungen verschiedener Kreditgeber für eine Analyse aggregativen Verhaltens. Aus der Sicht der Monetaristen erzeugen die Finanzintermediäre keine aggregativen Wirkungen.

In den letzten Jahren war in der geldtheoretischen Forschung zu beobachten, daß in weitaus stärkerem Maße als dies früher der Fall war, versucht wird, institutionelle Besonderheiten einer Volkswirtschaft mit der theoretischen Analyse zu ver-

---

1 Zu einem Überblick siehe: Die Monetarismus-Kontroverse = Zwischenbilanz =. Keynesianer schätzen die Wirksamkeit der Finanzpolitik höher ein als die Monetaristen, die eine Präferenz für einen Einsatz der Geldpolitik gegenüber der Finanzpolitik haben. Keynesianer berufen sich dabei auf die Arbeiten von J.M. Keynes. Monetaristisches Gedankengut wird vor allem von M. Friedman, K. Brunner und A.H. Meltzer vertreten. Zur nicht ganz unproblematischen Wahl des Begriffs Keynesianer siehe unter B II. der Arbeit.

2 So hat Stein den Unterschied dieser Konzeptionen bei einer Analyse von crowding-out-Effekten (Wirkungen staatlicher Defizite auf die private Kreditnachfrage) auf die Größe eines Parametervorzeichens reduziert, vgl. Stein,J.L. = Black Box =.

3 Siehe hierzu Helmstädter, E. u. Neumann,M.J.M. = Bericht = 244ff.

4 Diese Trennung wird von Brunner/Meltzer vorgenommen. M. Friedman begründet dies ein wenig anders, vgl. Teil B III. der Arbeit.

binden[1]. Die geldpolitische Konzeption der Zentralbank und damit auch die Unterscheidung in Banken und Finanzintermediäre hängt nicht allein von den geldtheoretischen Erkenntnissen ab, sondern wird auch von institutionellen Merkmalen mitbestimmt. Hierunter versteht man z.B. bestimmte gesetzliche Regelungen, besondere Instrumenteneinsätze der Notenbank usw., die für ein bestimmtes Land charakteristisch sind.

Die Ziele dieser Arbeit sind demnach die folgenden:
Es sollen die institutionellen Besonderheiten in verschiedenen Ländern dargestellt werden. Aus der Sicht der Zentralbanken werden Banken und Finanzintermediäre getrennt. Dies setzt voraus, daß wir zunächst zeigen, welche aggregativen Effekte Finanzintermediäre überhaupt erzeugen können und welche geldtheoretischen Konzeptionen dahinterstehen. Es besteht z.B. die Möglichkeit, daß die Finanzintermediäre eine Geldpolitik, die sich an der Entwicklung der Zinsen und/oder der Geldmenge orientiert, bei steigenden Zinssätzen konterkarieren, da die zunehmende Attraktivität der Geldsubstitute eine Verringerung der Geldnachfrage verursacht und damit der restriktiven Intention der Geldpolitik entgegenwirkt.

Da Monetaristen und Keynesianer unterschiedlicher Meinung über die aggregativen Wirkungen der Finanzintermediäre sind, sollen deren Ansichten zu diesem Problem differenziert dargelegt werden.

Der Aufbau und Gang der Arbeit ergibt sich demnach wie folgt:
Im Teil A wird gezeigt, daß üblicherweise in der Literatur die Banken von den Finanzintermediären getrennt werden. Finanzintermediäre sind demnach Finanzinstitute, die keine Banken sind. Die Unterscheidungskriterien hängen von unterschiedlichen Vorstellungen über die Transmission monetärer Impulse in den realen Bereich einer Volkswirtschaft und von den institutionellen Besonderheiten eines bestimmten Landes ab.

---

1 Vgl. hierzu Coghlan,R.T. = Bank Competition = 187ff.; Feige, E.L. u. Pearce,D.K. = Survey = 464; Flesch,J.R. = Struktur =; Lipp,E.-M. = Bedeutung =; Siebke,J. = Konjunkturstabilisierung = 237; Streissler,E. u. Tichy,G. = Kreditmarkt =.

Im Teil B wurden zunächst die aggregativen Effekte der Finanzintermediäre untersucht (Wirkungen auf die Geldnachfrage, Zinsstruktur, Fähigkeit zur Kreditschöpfung; Ergebnis: Prozyklische Beeinflussung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes; siehe unter B I. der Arbeit). Danach wird die Stellung der Finanzintermediäre in der keynesianischen Konzeption dargestellt (Kreditverfügbarkeitstheorie, Liquiditätstheorie, Köhlersche Synthese, Tobin und die Yale-School; siehe unter B II. der Arbeit). Keynesianer befürworten auch selektive Eingriffe in die Geldpolitik. Monetaristen lehnen dies entschieden ab. Finanzintermediäre bedürfen keiner geldpolitischen Kontrolle. Dies wird deutlich, wenn man den Geld- und Kreditmarkt im Brunner/Meltzer-Modell um die Wirkungen der Finanzintermediäre erweitert.

Teil C der Arbeit behandelt zunächst die Bedeutung der Finanzintermediäre in den USA, da wesentliche Diskussionsansätze dort ihren Ursprung haben. Das wesentliche Problem für die Effizienz der Geldpolitik ist die selektive Kreditpolitik für Banken und Finanzintermediäre, an deren geplanter Beseitigung sich auch ein Konzeptionswandel der US-amerikanischen Notenbank orientiert.

In Großbritannien , wo der Radcliffe Report zu einer intensiven Beschäftigung mit den Finanzintermediären beigetragen hat, ist das wesentliche Problem der Wettbewerb um Einlagen bei Building Societies und Banken. Dieses Problem schlägt sich jedoch in der geldpolitischen Konzeption der Bank of England nicht nieder.

In der Bundesrepublik Deutschland erzeugen Bausparkassen und Versicherungen aggregative Effekte. Die Deutsche Bundesbank glaubt jedoch, über die Änderungen auf dem Geldmarkt diese Finanzinstitute indirekt kontrollieren zu können. Es soll gezeigt werden, daß dies, obwohl die Keynesianer den Finanzintermediären aggregative Effekte zuerkennen, auch auf keynesianischem Gedankengut basiert.

A. Der Begriff "Finanzintermediäre" und die Abgrenzung von den Banken

I. Der Finanzsektor einer Volkswirtschaft

1. Aufgaben und Leistungen des Finanzsektors

Der Finanzsektor einer Volkswirtschaft hat die Aufgabe, zwischen den nichtfinanziellen Sektoren - private Haushalte, nichtfinanzielle Unternehmen, öffentliche Haushalte und Ausland - Anlagemöglichkeiten für deren Ersparnisse zu bieten, um diese als Kredite den Investoren zur Verfügung zu stellen[1].

Der Finanzsektor verdankt seine Existenz den Ungleichgewichten von Einnahmen und Ausgaben bei den oben erwähnten Sektoren. Diese Ungleichgewichte führen zur Bildung von Überschuß- und Defiziteinheiten[2]. Die Mittlerstellung zwischen Sparern und Investoren wird auch als indirekte externe Finanzierung bezeichnet[3]. Würde der Finanzsektor nicht existieren[4], so müssten die Defiziteinheiten ihre Ausgabenüberschüsse verstärkt durch vorhandene Kasse bzw. durch die Mobilisierung von Ersparnissen selbst ausgleichen (eigene oder interne Finanzierung) oder sich verstärkt direkt an die Überschußeinheiten wenden (direkte externe Finanzierung). Den Finanzmitteln, die von den Sparern zu den Investoren fließen, stehen Schuldtitelströme gegenüber. Hierbei erwirbt der Finanzsektor Einlagen, indem er eigene Schuldtitel emittiert, sog. indirekte Schuldtitel. Die kreditmäßige Verwendung erfolgt durch den Erwerb primärer Schuldtitel von Defiziteinheiten[5].

Bei diesem Finanzierungskreislauf erfüllt der Finanzsektor

---

1 Zur Klassifizierung der Sektoren siehe Deutsche Bundesbank = Zahlenübersichten =.

2 Überschußeinheiten: Wirtschaftssubjekte mit Einnahmenüberschüssen (vorwiegend private Haushalte); Defiziteinheiten: Wirtschaftssubjekte mit Ausgabenüberschüssen (nichtfinanzielle Unternehmen sowie oftmals der Staat), vgl. hierzu Cargill,T.F. = Money = 24ff.

3 Vgl. Geldtheorie und Geldpolitik = Kompendium = 89.

4 Zu diesem Fall siehe Gup,B.E. = Financial Intermediaries = 4.

5 Diese dienen im Gegensatz zu indirekten Schuldtiteln zur Finanzierung der Produktion bzw. des Kaufs von Output, vgl. Gurley,J.G. u. Shaw,E.S. = Money = 59.

mehrere Funktionen[1]. Die Transformationsfunktion, auch basic intermediation genannt, ermöglicht eine sachliche, zeitliche und räumliche Trennung von Ersparnisbildung und Investition und erhöht folglich die Effizienz des Finanzierungsprozesses[2]. Die Qualität des Finanzvermittlungsprozesses durch den Finanzsektor hängt von dessen Elastizität ab, die sich in einer Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation zeigt und im Vergleich zur direkten Finanzierung unterschiedlich hohe Finanzbeträge angleicht, kürzerfristig angebotene Gelder in langfristige Kredite umwandelt bzw. das Ausfallrisiko verteilt und damit minimiert[3].

Im Vergleich zur direkten Finanzierung bietet der Finanzsektor für Investoren und Sparer Vorteile. Für den Kreditnehmer sind dies niedrigere Kreditzinsen verbunden mit einem höheren Kreditangebot. Die Sparer können für ihre Anlage höhere Zinsen erzielen. Das Anlagespektrum wird breiter[4].

Die wesentliche volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsektors liegt also in der zu den realwirtschaftlichen Vorgängen spiegelbildlichen, optimalen Allokation von Ersparnissen und deren Verwendung für Kredite, die Investitionen finanzieren helfen und letztendlich wieder zu Einkommen werden. Durch die Überwindung des Interessengegensatzes zwischen Investoren und Sparern (Investoren bevorzugen billige, wenn möglich langfristige Kredite; Sparer bevorzugen die kurzfristig rentable Anlage) bewirkt der Finanzsektor eine Erhöhung der gleichgewichtigen Rate von Ersparnissen und Investitionen (intermediation-effect) bzw. der Anteil des Realkapitalbestandes und der gesamte Vermögensbestand einer Volkswirtschaft am laufenden Einkommen nehmen zu (asset-transmutation-effect)[5].

---

1 Siehe hierzu auch Goodhart,C.A.E. = Money = 102ff.

2 Vgl. Slovin,M.B. u. Sushka,M.E. = Money = 59.

3 Vgl. Grunwald,J.-G. = Struktur = 124.

4 Zum Nutzen des Finanzsektors für Investoren und Sparer, vgl. z.B. Dorrance,G.S. = Financial Analysis = 94ff.; Gup,B.E. = Financial Intermediaries = 4f.; Häuser,K. = Kapitalmarkt = . Geringere Verwaltungskosten bei der Ansammlung großer Mengen an Einlagen, im Vergleich zur direkten externen Finanzierung, verursachen einen geringeren internen Zinssatz der Investitionen, vgl. Slovin,M.B. u. Sushka,M.E. = Money = 59.

5 Zu diesen Effekten siehe Moore,B.J. = Theory = 16ff.

2. Die Struktur des Finanzsektors

Der finanzielle Sektor einer Volkswirtschaft ist natürlich kein einheitliches Gebilde. Die geschilderten Leistungen des Finanzsektors werden von einer Vielzahl von Finanzinstituten erbracht, die finanzielle Mittel ansammeln, umwandeln und verteilen.

Die Finanzinstitute werden den unterschiedlichen Präferenzen der Wirtschaftssubjekte gerecht, indem sie nach Qualität und Quantität betrachtet, unterschiedliche Anlage- bzw. Kreditmöglichkeiten bieten. So spezialisieren sich die Teilzahlungskreditinstitute auf die Vergabe von Konsumentenkredit. Bausparkassen bieten Bausparern nachrangige Hypotheken an usw. Andere Finanzinstitute, sog. Universalbanken, bieten ein breites Spektrum an Bankleistungen und verbinden das Kredit- und Einlagengeschäft mit dem Wertpapiergeschäft einschließlich des Besitzes von Anteilsrechten an anderen Kreditinstituten und an Nichtbankunternehmen[1].

Daneben unterscheiden sich die Finanzinstitute auch nach den ihnen hoheitlich auferlegten Funktionen innerhalb einer Volkswirtschaft. Aufgabe der Zentralbank ist die verantwortliche Durchführung der Geld- und Kreditpolitik. Durch ihren Instrumenteneinsatz versucht sie vor allem das Preisniveau stabil zu halten[2]. Die Zentralbank versorgt hierbei in erster Linie die Banken mit Liquidität (z.B. Bereitstellung von Zentralbankgeld durch Einreichen von rediskontfähigen Wechseln) bzw. beeinflußt die Zusammensetzung der Bankenliquidität (z.B. durch Mindestreservevariationen). Die Zentralbank wird deshalb auch als Bank der Banken bezeichnet[3].

Die Aufgabe der Banken besteht vor allem in der Abwicklung des Zahlungsverkehrs. Durch die Bereitstellung von Sichtkonten sind die Banken Hauptträger dieses Zahlungsverkehrs.

---

1 Vgl. Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft = Bericht = 42, Ziffer 148 (sog. Geßler-Kommission).

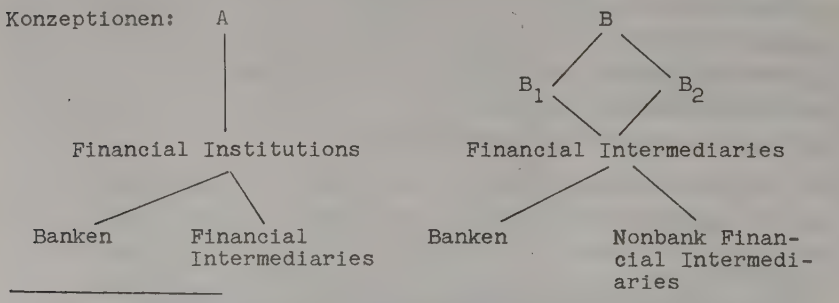
2 Vgl. für die Bundesrepublik Deutschland § 3 BBankG; zum Gestaltungsspielraum für die Notenbankpolitik siehe Arndt,E. = Ziele =. Einen empirischen Ansatz zur Zielpräferenz der Deutschen Bundesbank findet man bei Basler,H.-P. = Zielpräferenzen =.

3 Vgl. Bockelmann,H. = Rolle = 150.

Die Zentralbanken konzentrieren sich deshalb auf diese Finanzinstitute als primäre Adressaten der Geldpolitik. Daneben gibt es noch eine Reihe anderer Finanzinstitute, die in der Regel nicht Sicht- sondern Spareinlagen und/oder Wertpapiere anbieten. Hierbei handelt es sich z.B. um Bausparkassen oder Versicherungen, die, zumeist vom Bankensystem getrennt, als Finanzinstitute besonderer Art herausgestellt werden.

Welche Institute zu den Banken und welche zu diesen anderen Finanzinstituten zählen, ist aufgrund institutioneller Besonderheiten des Finanzsektors von Land zu Land unterschiedlich. Das Prinzip zwischen Banken und anderen Finanzinstituten (ohne die Zentralbank) zu unterscheiden ist jedoch üblich. Diese anderen Finanzinstitute werden in der Literatur unterschiedlich begrifflich bezeichnet. Für die Bundesrepublik Deutschland hat Meltzer, H.-J. eine Vielzahl von Begriffen zusammengestellt, ohne selbst jedoch eine adäquate Begriffsbildung vorzunehmen[1].

Da die Diskussion um diese Finanzinstitute vorwiegend im angloamerikanischen Raum geführt wird, empfiehlt es sich, die dort übliche Begriffsbildung zu übernehmen. Es lassen sich zwei Klassifizierungsmöglichkeiten herausarbeiten[2]. Unter dem Oberbegriff Financial Institutions werden einerseits die Commercial Banks von den Financial Intermediaries



1 Er erwähnt die Begriffe: Sonstige Finanzierungsinstitute, Kreditvermittler, Forderungshändler, sekundäre Finanzierungsinstitute, paramonetäre Institutionen sowie Finanzvermittler. Meltzer wählt den Begriff Finanzvermittler, obwohl dieser "... sehr umfassend und ... recht unbestimmt ist". Meltzer, H.-J. = Diskussion = 3.

2 Vgl. auch Aschheim, J. = Financial Intermediaries =; die Zentralbank ist separater Teil der Finanzinstitute.

getrennt (Konzeption A). Andererseits werden Commercial Banks und andere Finanzinstitute unter dem Begriff Financial Intermediaries zusammengefaßt (Konzeption B)[1].

Diese beiden Klassifizierungen der Finanzinstitute sind das Ergebnis unterschiedlicher Auffassungen über die Wirkungen der Finanzintermediäre auf den realen Bereich einer Volkswirtschaft, die wir im Teil B der Arbeit ausführlicher darstellen werden.

Die Trennung nach der Konzeption A unterstreicht die multiple Geld- bzw. Kreditschöpfungsfähigkeit der Banken. Finanzintermediäre können per definitione kein Geld bzw. keinen Kredit schöpfen. Sie erwerben nur Ersparnisse, die sie an die Investoren weiterleiten und erfüllen damit, genau wie die Banken, die schon erwähnten Funktionen eines Finanzsektors[2].

Die Konzeption B[3] geht von der funktionalen Gleichartigkeit aller Finanzinstitute aus, indem die Financial Intermediaries die Portfoliopräferenzen von Sparern und Investoren durch eine Vielzahl von indirekten Schuldtiteln bzw. durch den Erwerb primärer Schuldtitel erfüllen.

Die Konzeption B_1[4] anerkennt jedoch die Tatsache, daß die Zentralbanken nur die Banken geldpolitisch direkt kontrollieren bzw. die Banken stärker kontrollieren als die Finanzintermediäre.

Eine Sonderstellung der Banken akzeptiert die Konzeption B_2[5] vor allem auf Grund von empirischen Untersuchungen, nach denen die Depositen der Banken vorwiegend für den Zahlungsverkehr verwendet werden und zur relevanten Geldmenge gehören.

---

1 Vgl. Goldsmith,R.W. = Share = 19ff.; Financial Institutions berücksichtigen im Gegensatz zu den Financial Intermediaries auch noch Finanzmakler usw., vgl. Goldsmith,R.W. = Reflections = 77.

2 Vgl. die Literatur bei Wood,J.H. = Notes =; aber auch Köhler, C. = Geldwirtschaft =.

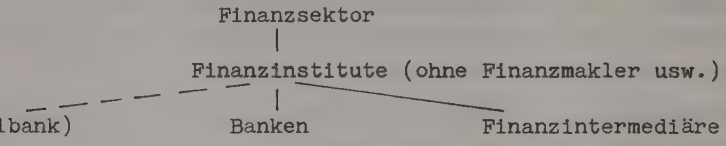
3 Siehe z.B. Ball,H. = Bankgeschäfte = 1f.; Lindsay,J.R. = Bank =.

4 Der Hauptvertreter dieser Position ist Tobin, vgl. hierzu den fundamentalen Aufsatz bei Tobin,J. = Commercial Banks =; aber auch z.B. Duwendag,D. = Staatsverschuldung = 186.

5 Vor allem die Monetaristen vertreten die Konzeption B_2, vgl. Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Financial Intermediaries[2] =; Willms,M. = Monetäre Zwischenziele = 159.

Da alle drei Konzeptionen eine Trennung von Banken und anderen Finanzinstituten vornehmen, wollen wir in Anlehnung an die englischen Begriffe "Financial Intermediaries" bzw. "Non-bank Financial Intermediaries" all jene Finanzinstitute, die nicht als Banken gelten, sei es per definitione oder auf Grund geldpolitischer Kontrolle oder auf Grund der empirischen Bestätigung einer relevanten Geldmenge bzw. das Zentralbanksystem repräsentieren, begrifflich als Finanzintermediäre bezeichnen.

Der Finanzsektor einer Volkswirtschaft läßt sich demnach prinzipiell wie folgt strukturieren[1].



Letztendlich ist jedoch die Wahl des Begriffs ein semantisches Problem, wenn man bedenkt, daß die Frage, ob Banken und andere Finanzinstitute unter dem Begriff Financial Intermediaries subsummiert werden sollen oder nicht, für die Geldpolitik der Zentralbank an sich keine Rolle spielt. Viel wichtiger ist es, ob tatsächlich funktionale Unterschiede zwischen Banken und Finanzintermediären bestehen, die eine Dichotomie rechtfertigen und damit die Banken als primäre Adressaten der Geldpolitik anzusehen sind[2]. Interessiert es doch den Geldpolitiker, die Wirkungsverzögerungen zwischen Instrumenteneinsatz und der Wirkung im realen Bereich einer Volkswirtschaft zu verkürzen[3].

---

1 Zuweilen wird auch der Oberbegriff Bankensystem für alle Finanzinstitute gewählt. Diese Trennung dient der Klassifizierung in Universal- und Spezialbanken, die eine bestimmte Finanzierungsaufgabe übernehmen, vgl. Büschgen,H.E. = Struktur =; Franke,H. = Bankensystem =. Werden daneben noch Finanzintermediäre berücksichtigt, so wird die Unterscheidung von Spezialbanken und Finanzintermediären sehr schwierig, vgl. Grunwald,J.-G. = Struktur = 124ff.

2 Vgl. Aschheim,J. = Financial Intermediaries = 383.

3 Vgl. Flesch,J.R. = Struktur = 12f.

II. Adäquanz der Abgrenzung und Folgerungen

Versucht man die Banken von den Finanzintermediären zu trennen, so taucht zunächst die Frage auf, ob eine Abgrenzung überhaupt sinnvoll ist, wenn man bedenkt, daß zwischen den Banken und den Finanzintermediären Kapitalverflechtungen bestehen, die eine gegenseitige wirtschaftliche Abhängigkeit bedeuten können. Halten die Banken einen relevanten Teil des Kapitals von Finanzintermediären, so können die Finanzintermediäre dadurch zu organisatorisch ausgegliederten Abteilungen der Banken degradiert werden[1].

In den USA stellt sich dieses Problem zumindest formal nicht. Seit dem Glass-Steagall-Act aus dem Jahre 1933 existiert das sog. Trennsystem, nachdem die Banken (Commercial Banks) keine Beteiligungen an anderen Unternehmen halten dürfen und auch im Wertpapiergeschäft in ihrer Handlungsfreiheit eingeschränkt sind[2]. Allerdings geben eine Reihe von Modifikationen und Durchbrechungen dieses Trennsystems den Banken die Möglichkeit, in banknahe Geschäfte[3], wie z.B. Versicherungs-, Immobilien- und Finanzierungsgeschäfte, durch Holding Companies einzudringen. In den USA ist also nicht die gegenseitige Kapitalverflechtung ein Problem, sondern vielmehr die Möglichkeit der Banken in Geschäftsbereiche vorzudringen, die zum Teil den Finanzintermediären vorbehalten sind.

Möschel hat diese Möglichkeiten einer Umgehung des Trennsystems untersucht und kommt zu dem Schluß, "... daß auch auf dem Umweg der holding company das Trennsystem zwischen Banken- und Nichtbankenaktivitäten nicht nennenswert tangiert ist"[4]. So dürfen die Banken das Versicherungsgeschäft, z.B. nicht wie eine Lebensversicherung betreiben, indem sie das Risiko des

---

1 Vgl. Schirmer,U. = Einfluß = 115ff.

2 Vgl. Banking Act 1933, Ch.89,48 Stat.162 (16. Juni 1933) v.a. 12 United States Code (U.S.C.), §§ 24.7,78,221a,377, 378.

3 Vgl. Regulation Y, 12 Code of Federal Regulations, 225.4 (a) (1)-(12).

4 Möschel,W. = Trennsystem = 132.

Ablebens des Versicherungsnehmers tragen. Sie dürfen vielmehr nur Versicherungen anbieten, die mit dem Kreditgeschäft direkt zusammenhängen.

In Großbritannien bestehen für die Beteiligungen der Banken an Nichtbankunternehmen keinerlei Beschränkungen. Betrachtet man die Beteiligungen der sog. Big Four, darunter versteht man die Londoner Großbanken (Clearing Banks), Barclays-, National Westminster-, Midland- und Lloyds Bank, an Nichtbankunternehmen, so fallen einem die eigenen Lebensversicherungsunternehmen (100%ige Beteiligung) der Barclays- und Lloyds Bank sowie die Versicherungsberatungs- und Vermittlungsgesellschaften (100%ige Beteiligung) der Barclays-, National Westminster- und Midland Bank[1] auf.

In der Bundesrepublik Deutschland ist die Beteiligung der Banken an Nichtbankunternehmen zulässig[2]. Die Banken beteiligen sich vor allem an öffentlich-rechtlichen Bausparkassen; aber auch an privaten Bausparkassen sind sie beteiligt. Darüber hinaus bestehen auch Kapitalverflechtungen zwischen privaten Bausparkassen und Versicherungen[3]. Neben den Kapitalbeteiligungen, die direkten Einfluß auf die Geschäftstätigkeiten ermöglichen, bestehen auch Kooperationen zwischen den Banken und den Finanzintermediären, vor allem zwischen den Banken und Versicherungen sowie den Banken und den Bausparkassen[4].

Unter geldpolitischem Aspekt können diese Kapitalverflechtungen und die Zusammenarbeit von Banken mit Finanzintermediären als Möglichkeit für die Banken gesehen werden, den Wirkungen der Geldpolitik auszuweichen. Nimmt man an, daß die

---

1 Vgl. Hein,M. = Großbritannien = 16 u. passim.

2 Diese Möglichkeit ergibt sich z.B. aus § 15I 9. KWG i.V.m. §§ 291ff. AktG.

3 Empirische Werte über diese Kapitalverflechtungen findet man in Commerzbank AG = Wer = (jährliche Neuerscheinung).

4 Zur Kooperation von Versicherungen und Banken siehe Peick, H. = Kooperation =. Zur Zusammenarbeit zwischen Banken und Bausparkassen, vgl. Bausparkasse Schwäbisch Hall = Vertriebsnetz = sowie Rudolph,K. = Baufinanzierung =.

Banken einer direkten geldpolitischen Kontrolle unterliegen, so besteht die Möglichkeit, daß z.B. in Phasen einer restriktiven Geldpolitik die Finanzintermediäre, an denen die Banken beteiligt sind, durch einen internen Liquiditätsausgleich[1] oder durch Direktkredite an die Banken, diesen autonom, d.h. unabhängig von der Geldpolitik, Liquidität zur Verfügung stellen[2].

Daraus folgt, daß die Kapitalverflechtung zwischen Banken und Finanzintermediären kein Argument gegen eine Untersuchung der aggregativen Effekte der Finanzintermediäre darstellt. Allerdings sind die dabei gewonnenen Ergebnisse stets unter dieser eigentumsrechtlichen Perspektive zu sehen.

Die relevante Geldmenge ist auch von institutionellen Besonderheiten abhängig, die durch Innovationen innerhalb eines bestimmten Finanzsystems hervorgerufen werden[3]. Diese Besonderheiten zeigen sich in unterschiedlichen Geldmengenaggregaten bzw. unterschiedlich strukturierten Geldmengengrößen einzelner Volkswirtschaften. So werden in der Bundesrepublik Deutschland seit Bestehen der Bundesbank 4 Geldmengengrößen verwendet, wovon momentan 3 aktuell verwendet werden. In den USA wurden bis Ende 1979 5 offizielle Geldmengenaggregate erwähnt. Anfang 1980 wurden diese neu aggregiert und strukturiert. Die Abgrenzung M_3 in den USA enthält z.B. auch Depositen bei Bausparkassen, die in der Bundesrepublik Deutschland bei den Geldmengenaggregaten nicht berücksichtigt werden. Man erkennt, daß neben der problematischen funktionalen Unterscheidung in geldschöpfende und nichtgeldschöpfende Institute auch institutionelle Gesichts-

1 Vgl. Wehner,H.-G. = Liquiditätspolitik = 26f.

2 Z.B. durch Schuldscheindarlehen der Lebensversicherungen an die Banken, vgl. Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Jan. 1972 = 24f.

3 "Die Bestimmung der "richtigen" Geldmenge hängt also von den jeweiligen historischen und institutionellen Bedingungen ab, unter denen die Güterproduktion stattfindet". Mattfeldt,H. = Geldmengenproblem = 18; beide Bedingungen sind interdependent, wie die finanzielle Innovation des bargeldlosen Zahlungsverkehrs zeigt, der in der heutigen Form im letzten Jahrhundert nicht existierte.

punkte eine Rolle spielen, die von Land zu Land unterschiedliche Bedeutung haben. Interessant ist auch, daß ein Vertreter der a priori Definition der Geldmenge seine theoretische Analyse den neuen institutionell bedingten Vorgängen in den USA angepaßt hat bzw. teilweise revidieren mußte[1].

Für die vorliegende Arbeit ergeben sich demnach folgende Konsequenzen.

Die Trennung von Banken und Finanzintermediären ist abhängig von den Vorstellungen der Geldtheoretiker über die Transmission monetärer Impulse in den realen Bereich einer Volkswirtschaft. Die Wahl einer relevanten Geldmenge[2] ist abhängig von institutionellen Besonderheiten in einer bestimmten Volkswirtschaft[3]. Das Kriterium der Unterscheidung nach der geldpolitischen Kontrolle hängt ab von deren operationaler Wirkung[4]; z.B. werden die Zinshöchstvorschriften in den USA durch groteske Umgehungsversuche der Banken und auch der Finanzintermediäre de facto umgangen[5].

Es werden demnach zunächst die aggregativen Effekte der Finanzintermediäre bei einer Orientierung der Geldpolitik am Zins und/oder an der Geldmenge[6] rein theoretisch dargelegt, um diese dann konzeptionell, d.h. in die Keynesianer/Mone-

---

1 Unter der a priori Definition der Geldmenge versteht man die Festlegung einer Geldmengengröße auf Grund theoretischer Überlegungen, vgl. z.B. Saving,T.R. = Supply Theory =. In seiner neueren Analyse berücksichtigt er die erstmals geschaffenen NOW-Konten (siehe hierzu Teil C der Arbeit) bestimmter Finanzinstitute, durch die die Unverzinslichkeit der Sichteinlagen umgangen werden kann. Zu einer älteren Analyse ohne Berücksichtigung dieses institutionellen Details siehe Pesek,B.P. u. Saving,T.R. = Wealth = 239ff.

2 In vielen Ländern ist es üblich, die Geldmenge mit M_1 bis M_x zu bezeichnen. Dies heißt jedoch nicht, daß M_1 z.B. in den USA identisch ist mit M_1 in der Bundesrepublik Deutschland, vgl. hierzu Teil C der Arbeit. Die "richtige" Geldmengenabgrenzung ist bis heute ein ungelöstes Problem der Geldtheorie, vgl. Chick,V. = Unresolved Questions =, ebenso bei Schilcher,R. = Ausgleichseffekte =.

3 Vgl. Engels,W. = Notenbanktechnik =.

4 Vgl. Johnson,H.G. = Financial Intermediaries = 93.

5 So verschenkte z.B. die Crocker National Bank, San Francisco in knappen 17 Tagen 120.000 "Cocker Spaniels" an Kunden, die mindestens $ 300 zu 5 1/4% anlegten. Vgl. US-Banken = Rolls Royce =.

6 Wobei die Geldsubstitute der Finanzintermediäre, mit Ausnahme in den USA, nicht zur Geldmenge gerechnet werden.

taristen-Diskussion, einzuordnen.

Auf der Basis dieser theoretischen Erörterungen lassen sich dann die aggregativen Effekte der Finanzintermediäre in den USA, Großbritannien und in der Bundesrepublik Deutschland analysieren und deren Bedeutung im Rahmen der geldpolitischen Konzeption der Zentralbanken ableiten. Dabei gehen wir, mit Ausnahme der Bundesrepublik Deutschland[1], von den Abgrenzungen der Banken und Finanzintermediäre durch die Zentralbanken aus.

---

1 Zur Begründung siehe Teil III. der Arbeit.

B. Die Bedeutung der Finanzintermediäre für die Transmissionsprozesse und für die Keynesianer-Monetaristen-Diskussion

I. Wirkungen der Aktivitäten der Finanzintermediäre auf den realen Bereich einer Volkswirtschaft - ein Überblick

1. Transmissionsprozesse und indirekte Kontrollmöglichkeiten der Finanzintermediäre durch die Zentralbank

a) Grundstruktur der Transmissionsprozesse der Geldpolitik

Das zentrale Problem der Geldtheorie ist die Natur der Transmissionsprozesse, die monetäre Impulse mit der ökonomischen Aktivität und dem Preisniveau verbinden[1]. Da über die Struktur dieser Transmissionsprozesse keine vollkommene Information herrscht, versuchen die Zentralbanken durch den Einsatz ihres geldpolitischen Instrumentariums Zwischenziele, wie z.B. das Geld- und Kreditvolumen oder den Zinssatz, zu verändern, um damit eine Beeinflussung gesamtwirtschaftlicher Zielgrößen (Stabilisierung des Preisniveaus, hoher Beschäftigungsstand usw.) zu erreichen[2].

Da in einem modernen Kreditsystem nur das Zentralbankgeld als einziges mit gesetzlichem Annahmezwang ausgestattetes Zahlungsmittel gilt, welches die Zentralbank prinzipiell durch ihre Aktivgeschäfte schafft, führt sie die Geldpolitik aus, indem sie auf den Preis, die Menge und die Zusammensetzung des Zentralbankgeldes einwirkt. Durch die geldpolitische Kontrolle werden hiervon zunächst die Banken berührt, die durch ihr Giralgeld eine weitere Komponente der gesamtwirtschaftlichen Zahlungsmittelmenge bereitstellen, welches aus ihren Aktiv- und Passivgeschäften resultiert. Im Zentrum des Geldangebots der Banken steht die Kreditvergabe. Ein Zentralbankgeldbedarf entsteht bei den Banken durch die Erfordernis, Mindestreserven, in der Regel gemessen als Anteil an den Einlagen, bei der Zentralbank zu unterhalten und als Folge der Bargeldabzüge des Publikums.

Die Geldtheorie hat verschiedene Transmissionskanäle ent-

---

1 Vgl. Brunner,K. = Survey = 26.

2 Zum adäquaten Zwischenziel bei Unsicherheit siehe z.B. Neumann,M.J.M. = Zwischenziele =. Zu einer möglichen Lösung siehe Matusza,M. = Zwischenzielproblematik =.

wickelt, über die die Geldpolitik wirken kann[1]:

- Substitutionseffekte (auch relative Preiseffekte genannt) basieren auf dem Verhalten der Wirtschaftssubjekte, ihr Vermögen (Finanz- und Sachaktiva) optimal zu strukturieren, d.h. analog dem 2. Gossenschen Gesetz[2] für einen Ausgleich der Grenzerträge der Alternativanlagen zu sorgen. Die Geldpolitik wirkt indirekt auf die Ausgaben der Wirtschaftssubjekte ein, indem sie die Gleichheit der Grenzerträge stört und Umschichtungen innerhalb der Vermögensanlagen der Wirtschaftssubjekte bewirkt. Die Geldpolitik wirkt nur dann, wenn zumindest ein Ertragsratenunterschied durch ihren Instrumenteneinsatz verändert werden kann[3]. Substitutionseffekte erzeugen über Veränderungen der Zinsstruktur der Vermögensanlagen auch Wirkungen auf das Kreditangebot der Banken. Bei einer restriktiven Geldpolitik (z.B. durch Mindestreservesatzerhöhungen) werden die Banken ihre Kreditvergabe einschränken, wenn für deren Kreditangebot gilt:

$$K_B = K_B(r, r_S, r_L) \quad \text{wobei} \quad \frac{\partial K_B}{\partial r_S} < 0 \text{ (sog. locking-in oder Roosa-Effekt)}^4.$$

Gilt: $\frac{\partial K_B}{\partial r_S} > 0$, so werden die Banken Wertpapiere abstoßen und vermehrt Direktkredite vergeben (Aktiv-Tausch-Hypothese)[5].

- Vermögenseffekte existieren als Mengen- und Werteffekte[6]. Voraussetzung für die Wirkung von Vermögenseffekten ist, daß

---

1 Es gibt zahlreiche Überblicke zur Problematik der Transmissionsprozesse der Geldpolitik. Man ziehe hierzu die Literaturangaben bei Pohl zu Rate, vgl. Pohl,R. = Transmissionsmechanismen =.

2 Unter dem 2. Gossenschen Gesetz versteht man den Ausgleich der Grenznutzen der zuletzt beschafften Gütereinheiten eines Haushalts, vgl. hierzu Ott,A.E. = Preistheorie = 73.

3 Der bekannteste Substitutionseffekt ist der Geldmengen-, Zinssatz-, Investitionskanal, der auf dem Ertragsratenunterschied zwischen Geld und bonds (langfristig festverzinsliche Wertpapiere) beruht.

4 K: Kreditangebot der Banken; r: Ertragsrate auf Reserveaktiva; r_S: Ertragsrate auf Wertpapiere; r_L: Ertragsrate auf Direktkredite; es gilt $\frac{\partial K_B}{\partial r}, \frac{\partial K_B}{\partial r_L} > 0$; vgl. Roosa,R.V. = Interest Rates = 270.

5 Zur Aktiv-Tausch Hypothese siehe Dürr,E. = Ausgestaltung = 87.

6 Zu dieser Unterscheidung siehe Meyer,L.H. = Wealth Effects =.

das Ausgabeverhalten der Wirtschaftssubjekte[1] und/oder deren Geldnachfrage vermögensabhängig ist. Welche Ausgaben vermögensabhängig sind, steht in der Geldtheorie ebenso zur Diskussion wie der Inhalt des Vermögensbegriffs selbst[2]. Die direkten Vermögenseffekte beeinflussen das Ausgabeverhalten der Wirtschaftssubjekte ohne Zwischenschaltung von z.B. Zinseffekten. Indirekte Vermögenseffekte setzen eine Veränderung der Preise, des Einkommens bzw. der Zinsen voraus, die zu einer Umbewertung des Vermögensbestandes führen.

- Sekundäreffekte entstehen durch die primäre Veränderung des Sozialprodukts. Das bekannteste Beispiel ist der Multiplikatoreffekt, wonach im einfachen Fall gilt: $dy = \frac{1}{1-c} dI$[3]. Aber auch bei angenommener Einkommensabhängigkeit des Konsums kann die Geldpolitik nur über eine Veränderung des Einkommens auf die Konsumentscheidung der privaten Haushalte Einfluß nehmen. Weitere Sekundäreffekte werden ausgelöst durch eine Einkommensveränderung, die die Nachfrage nach Geld zu Transaktionszwecken verändert und damit einen Zinseffekt hervorruft, die zu einer teilweisen Umkehr der Kräfte führen, die die Einkommensveränderung verursachten[4].

b) Traditionelle Ansatzpunkte der Geldpolitik

Um die Wirkungsweise der Geldpolitik analysieren zu können, sind die Zentralbanken auf Informationsgrößen angewiesen. Traditionsgemäß[5] liefert den Zentralbanken die Entwicklung der Geldmenge und des Zinssatzes die nötige Information.

- Geldmenge

Die Sonderstellung der Geldmenge bei den Transmissionspro-

1 In der Literatur werden vorwiegend die Wirkungen auf den Konsum dargestellt, vgl. zu einer zusammenfassenden Darstellung Spencer,R.W. = Channels = v.a. 17ff.

2 Zumeist wird in der Literatur unter dem privaten Nettovermögen das Realkapital, die Zentralbankgeldmenge abzüglich der privaten Verschuldung gegenüber der Zentralbank sowie die verzinsliche Staatsschuld verstanden.

3 Y: Einkommen; I: Investitionen; c: marginale Konsumneigung.

4 Vgl. hierzu Smith,W.L. = Geldpolitik = 109f.

5 Unter den traditionellen Ansatzpunkten verstehen wir hierbei die dogmenhistorisch bedingten Ausgangspunkte für Informationen über die Transmissionsprozesse.

zessen der Geldpolitik hat ihren Ursprung in der klassischen/neoklassischen Analyse der Geldtheorie. Deren wesentliche Ergebnisse sind[1]:

- Arbeitsmarkt und Geldmarkt werden getrennt analysiert (Annahme der "klassischen Dichotomie"),
- folglich verändert die Geldmenge nur das Preisniveau, unter der Voraussetzung einer konstanten, vom Einkommen abhängigen Geldnachfrage, eines exogenen Geldangebots und einem auf dem Gütermarkt bestimmten Gütergleichgewicht.

In der keynesianischen Analyse in der Form des Paradigmas von Hicks[2] spielt die Geldmenge ebenfalls eine Rolle. Geld- und Gütermarkt werden nicht mehr getrennt analysiert. Die Wirksamkeit der Geldpolitik wird abhängig von Elastizitätsannahmen bzgl. der Geldnachfrage und der Investitionsnachfrage. Ein Gütergleichgewicht bei Unterbeschäftigung ist denkbar, falls

- Löhne und Preise nicht flexibel sind und
- die Investitionen zinsunelastisch sind und
- eine Liquiditätsfalle existiert ($\frac{\partial L}{\partial i} = \infty$, vgl. Fußnote 2).

Bei Vorliegen von einer der letzten beiden Bedingungen hat die Geldpolitik keine Wirkungen auf das Sozialprodukt.

Den Banken oder den Finanzintermediären wurde ähnlich wie in der klassischen/neoklassischen Analyse in der makroökonomischen Analyse keine Beachtung geschenkt. Das Geldangebot ist exogen. Die Banken können allenfalls eine Geldschöpfung auf Grund einer von der Zentralbank bereitgestellten Überschußreserve maximal oder zu einem bestimmten Prozentsatz ausnutzen[3].

Nach dieser, gegenüber der Geldmenge mehr skeptischen Einstellung, gelangte die Geldmenge zu neuem Ruhm durch die

---

1 Einen Überblick über diese Theorien gewährt Patinkin,D. = Money = 527ff.

2 Vgl. Hicks,J.R. = Mr. Keynes =, welches als anerkannte wissenschaftliche Leistung für eine bestimmte Zeit den Wissenschaftlern Modelle zur Problemformulierung und -lösung lieferte (sog. Paradigma). Die Gleichgewichtsbedingungen lauten: $S(Y) = I(i)$ Gütermarkt (IS-Kurve); $L(Y,i) = M$ Geldmarkt (LM-Kurve).
Y: Volkseinkommen; S: Ersparnisse; I: Investitionen; L: Geldnachfrage; M: Geldangebot; i: Zinssatz für bonds.

3 Siehe hierzu Flesch,J.R. = Struktur = 8f.

monetaristische Theorie. Diese baut auf den Erkenntnissen der klassischen/neoklassischen Geldtheorie auf. Ihr Hauptanliegen ist jedoch die Kritik der keynesianischen Theorie in der Interpretation von Hicks. Nach Aussagen der Monetaristen entscheidet nicht das Niveau der Elastizität der Geldnachfrage über die Wirksamkeit der Geldmengenpolitik, sondern vielmehr eine Abfolge von Verschiebungen der gleichgewichtsbestimmenden Kurven. Der Geldangebotsprozeß wird endogenisiert. Das Verhalten der Banken und des Publikums jedoch als relativ stabil angesehen, so daß zwar ein formell endogener, aber im Ergebnis exogener Geldangebotsprozeß entsteht, indem die Zentralbank die Geldmenge durch die Zentralbankgeldmenge über einen stabilen Multiplikator steuern kann (M = mB)[1]. Die Geldpolitik soll allerdings auf Grund ihres Wirkungslags eine stetige Geldversorgung bewirken und nicht diskretionär eingesetzt werden.

- Zins

Der traditionelle Ansatzpunkt "Zins" der Geldpolitik wurde wesentlich durch die keynesianische Theorie begründet. Ein direkter Einfluß der Geldmenge auf die Ausgaben existiert nicht. Da im Hicks-Modell langfristig festverzinsliche Wertpapiere (bonds) und Realkapital vollkommen substitutiv sind (d.h. bonds und Realkapital sind ein Gut), ist eine direkte Substitution zwischen Geld und Realkapital nicht denkbar. Die Geldmenge beeinflußt nur den Zinssatz (repräsentativer Zins ist der Zins auf bonds). Ohne den oben beschriebenen Elastizitätspessimismus beeinflußt die Geldmenge M den Zinssatz i, dieser wiederum die Investitionen, was via Multiplikator eine Veränderung des nominellen Sozialprodukts auslöst und auch den Konsum beeinflußt.
Die keynesianische Theorie wurde auch zur sog. Kreditkosteninterpretation des Zinssatzes weiterentwickelt, die in vielen Staaten als Grundlage praktischer Geldpolitik Verwendung findet[2]. Diese Analyse erweitert das Paradigma um die implizite Berücksichtigung der Banken und des Kreditmarkts. Während im Paradigma die Geldpolitik nur die LM-Kurve ver-

1 Zur monetaristischen Geldangebotstheorie siehe Brunner,K. = Rolle =.

2 Vgl. Dieckheuer,G. = Wirkung = 25.

schiebt, gelingt es diesem Ansatz simultane Verschiebungen der IS- und LM-Kurven zu erläutern. Eine expansive Geldpolitik wird von den Banken durch vermehrte Kreditvergabe und Nachfrage nach Wertpapieren aufgenommen. Dies erhöht das Geldangebot,der Zins sinkt. Sinkender Zins erhöht die Investitionen. Das Sozialprodukt steigt. Die Transaktionskasse nimmt jedoch auch zu, so daß sich die Geldnachfrage erhöht. Der Kreditzins wird somit zum Bindeglied zwischen geldpolitischem Impuls und gesamtwirtschaftlicher Zielgröße. Im Ergebnis führt dies zu einer zinselastischeren LM-Kurve, was bedeutet, daß eine Veränderung der Geldmenge stärker auf das Einkommen wirkt als im Paradigma[1].

c) Die Adäquanz indirekter Kontrolle der Finanzintermediäre durch die Zentralbank

(1) Indirektes Kontrollpotential der Zentralbank

Eine Zentralbank trifft mit ihren Instrumenten die Finanzintermediäre nur indirekt, wenn man von der Möglichkeit direkter Eingriffe, z.B. im Rahmen der selektiven Kreditpolitik, wie etwa unterschiedlichen Zinsregulierungen für die Finanzinstitute oder der Vorschrift Mindestreserven zu unterhalten, absieht. Diese indirekten Effekte wirken über die monetären Märkte[2]. Sind die Finanzintermediäre in hohem Maße abhängig von der Refinanzierung über die Banken, d.h. können sie ihre Kreditvergabe in erster Linie aus Bankeinlagen, bzw. durch den Verkauf von indirekten Schuldtiteln an diese Banken, finanzieren, so gelangen sie in direkte Abhängigkeit von der Liquiditätssituation des Bankensektors, die wiederum von der Geldpolitik beeinflußt wird.

Eine weitere Möglichkeit ergibt sich durch die Verflechtung des Geldmarkts mit dem Kapitalmarkt. Führen Zinssteigerungen

---

1 Der Kreditkostenansatz wird auch als Bankkredit-Modifikation der keynesianischen Analyse bezeichnet. Zu einem Überblick, vgl. Brunner,K. = Survey = 28ff.

2 Unter den monetären Märkten werden der Geld- und der Kapitalmarkt verstanden. Der Geldmarkt umfaßt den Handel mit Zentralbankgeld. Am Kapitalmarkt werden Aktien und festverzinsliche Wertpapiere gehandelt. Zu anderen Definitionen siehe Schimmöller,H. = Kapitalmarktstrukturen = 5ff.

am Geldmarkt auch zu Zinssteigerungen am Kapitalmarkt, da z.B. die Banken einen Großteil der Aktien und der festverzinslichen Wertpapiere halten, und reagieren die Banken auf Grund der zu erwartenden Verluste mit Wertpapierverkäufen, so wird das Mittelaufkommen kapitalmarktabhängiger Finanzintermediäre berührt.

Auf eine weitere Möglichkeit hat Paffenholz aufmerksam gemacht. Bei steigenden Kapitalmarktzinsen können die Finanzintermediäre die Emission ihrer Schuldtitel einschränken, d. h. das Angebot an Wertpapieren verringern, um einen Kursrückgang zu vermeiden. Sie wollen damit langfristig den Wertpapierabsatz durch Kurspflege sichern[1].

Viertens wirkt die Geldpolitik auf die Finanzintermediäre auch über Sekundäreffekte ein. Gelingt es der Zentralbank die Entwicklung des Sozialprodukts in gewünschter Richtung zu beeinflussen, so wird sich dies auch auf die Sparentscheidung der Wirtschaftssubjekte auswirken. Sie werden ihr Einkommen zu einem gewissen Teil zur Ersparnisbildung verwenden. Ein Teil dieser Ersparnis kann auch zu den Finanzintermediären gelangen. Dieser"income-turnover-Effekt" wirkt natürlich mit einer erheblichen Zeitverzögerung vom Instrumenteneinsatz der Geldpolitik bis hin zur Beeinflussung der Sparkapitalbildung bei den Finanzintermediären, so daß es ziemlich fraglich ist, ob zwischen der Geldpolitik und der Entwicklung der Finanzintermediäre ein indirekter Zusammenhang besteht, können doch Expansions- und Kontraktionsprozesse der Banken und der Finanzintermediäre als Folge der zeitlichen Verzögerung auseinanderfallen. Auch ist die Sparentscheidung der Wirtschaftssubjekte nicht bloß von der Einkommensentwicklung, sondern u.a. auch von den Erwartungen und der realen Verzinsung abhängig[2].

(2) Kontrolleffizienz

Im folgenden Abschnitt wollen wir zeigen, daß eine Geldpolitik, die die Finanzintermediäre indirekt über die aufgezeigten Kanäle kontrollieren kann, nicht ausreicht, um aggregative Effekte durch die Finanzintermediäre zu verhindern.

1 Vgl. Paffenholz,H.-J. = Effizienz = 82.

2 Siehe hierzu Kleps,K. = Inflation =.

Wir nehmen an, daß sich die Bankengeschäfte parallel zu den Geschäften der Finanzintermediäre entwickeln, d.h. die Forderungen des Publikums (ohne Staat) gegenüber den Finanzintermediären (S) seien abhängig vom Betrag, den das Publikum als Bankdepositen (D_P) unterhält[1].

Es gilt: (1) $S = S(D_P) = k \cdot D_P$

Das Publikum hält ein bestimmtes Verhältnis k zwischen Forderungen gegenüber den Finanzintermediären und Einlagen bei den Banken[2].

Nimmt man an, daß die Entwicklung der Finanzintermediäre analog der Entwicklung der Banken erfolgt, so geschieht dies unter der Prämisse, daß die relativen Zinssätze für Bankdepositen bzw. Einlagen bei Finanzintermediären konstant sind. Dies ist aber realistischerweise nicht der Fall.

So kann k in (1) kurzfristig variabel sein, steigt k in restriktiven Phasen der Geldpolitik, so sinkt die Geldnachfrage.
Langfristige Wirkungen durch die Finanzintermediäre sind denkbar, wenn der Anteil der Finanzintermediäre an den Aktiva und Passiva der Finanzinstitute, auf Grund von Wettbewerbsvorteilen durch Zinsüberbietungen, steigt. Die Geldpolitik, die sich auf die Banken konzentriert, deren Bedeutung am Finanzierungsvolumen einer Volkswirtschaft allerdings tendenziel abnimmt, wird weniger effizient.

Ist die Nachfrage nach Geldsubstituten der Finanzintermediäre (S) abhängig von der Zinsdifferenz zwischen Forderungen gegenüber den Finanzintermediären (Zinssatz: i_{FI}) und den Bankeinlagen (Zinssatz: i_B),

$$(2) \quad S = S(i_{FI} - i_B)$$

---

1 Vgl. Alhadeff,D.A. = Kreditvermittler = 359.

2 Vgl. Fand,D.I. = Intermediary Claims = 241f.; Lindbeck,A.L. = A Study = 198; Shelby,D. = Some Implications = 529-532; Yohe,W.P. = Derivation = 28f.

so wird die Nachfrage nach Forderungen gegenüber Finanzintermediären steigen, wenn diese Zinsdifferenz zunimmt.

Es gilt: (3) $\frac{\partial S}{\partial (i_{FI} - i_B)} > 0$[1]

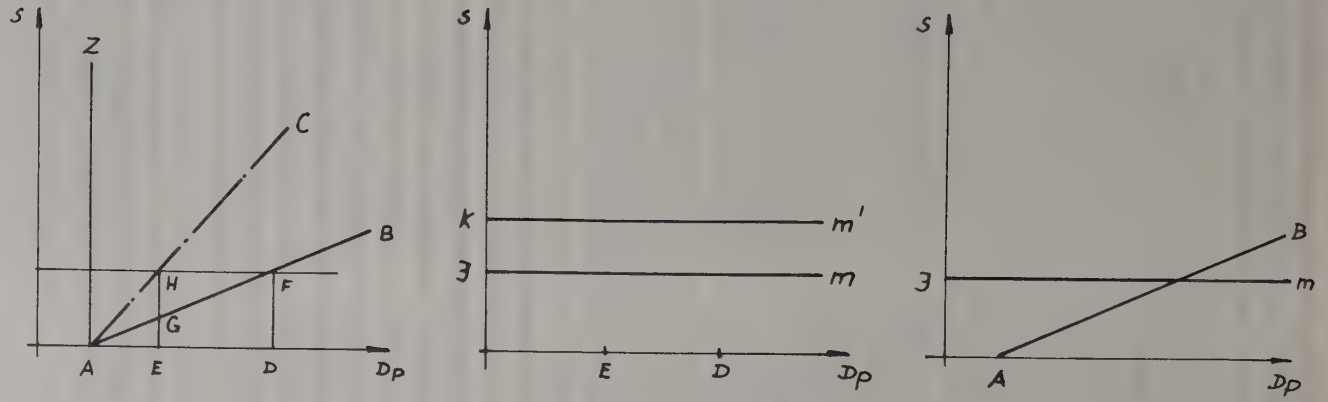
Die Annahme, daß $i_{FI} > i_B$ ist, folgt erstens aus der durchschnittlich längeren Laufzeit der Depositen der Finanzintermediäre und der damit verbundenen geringeren Liquidität für das Publikum. Zweitens aus konjunkturellen Gründen; die Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer steigt im Aufschwung und sinkt in der Rezession. Damit verbunden ist eine Zunahme des Liquiditätsgrades von Geldsubstituten (Forderungen) in der Hochkonjunktur, während Schulden nur eine geringe Reservehaltung aus Liquiditätsgründen erfordern. In einer Rezession verringert sich der Liquiditätsgrad von Forderungen als Folge einer allgemeinen Liquidierung von Aktiva, während die Kreditnehmer erhebliche Refinanzierungsschwierigkeiten durch den Druck von Kreditkündigungen haben. Drittens durch die Festlegung von Zinshöchstvorschriften für Bankeinlagen durch den Staat bzw. durch die Notenbank.

Dies bewirkt, daß die Banken in restriktiven Phasen der Geldpolitik mit der Zinsentwicklung am Einlagenmarkt nicht mehr Schritt halten können, und die Finanzintermediäre verstärkt Einlagen anziehen. Gleichung (3) trifft auch dann zu, wenn der Flexibilitätsgrad der Zinsen für Bankeinlagen geringer ist als der für Geldsubstitute der Finanzintermediäre. Als Fazit kann bislang gesagt werden:
Gilt Gleichung (1), dann ist die Geldpolitik wirksam. Werden relative Zinseffekte berücksichtigt, d.h. gilt (3), dann wird die Geldpolitik unwirksam. Dies wird durch Abb.1 verdeutlicht.

---

1 Zu diesem Ansatz siehe auch Thorn,R.S. = Nonbank Financial Intermediaries = 376f.; Galbraith,J.A. = Nonbank Financial Intermediaries =.

Abbildung 1: Effizienz der indirekten Kontrolle von Finanzintermediären durch die Zentralbank



In Abb. 1a existiert ein bestimmtes Verhältnis k zwischen S und D_P entlang der Geraden AB bei gegebener Kassenhaltung der Finanzintermediäre bzw. der Banken. S nimmt mit D_P zu bzw. S sinkt, wenn D_P sinkt. Handeln die Wirtschaftssubjekte gemäß Gleichung (3), so dreht sich die Gerade um A, z.B. von AB nach AC, so lange wie $(i_{FI}-i_B) > 0$. Zu jedem D_P gehört ein größeres S. Verringern sich die Bankdepositen von D nach E, so bleibt S konstant bei DF bzw. EH (anstelle von EG).
Die Geldpolitik wird auf Grund der Berücksichtigung relativer Zinseffekte in ihrer Wirksamkeit geschwächt, obwohl ein lineares Verhältnis zwischen S und D_P unterstellt wird.
In Abb. 1b wird unterstellt, daß ein funktionaler Zusammenhang zwischen D_P und S nicht besteht. Dies entspricht einer Parallelen (m) zur Abszisse. Verändert das Publikum seinen Bestand an Bankdepositen, z.B. von D nach E, so gehört hierzu nur ein bestimmter Bestand (J) an Geldsubstituten der Finanzintermediäre. Verhält sich das Publikum gemäß Gleichung (3), so verschiebt sich m nach m'. Zu jedem D_P gehört ein größeres S (K); die Geldpolitik wird weniger effizient.

In Abb. 1c werden die relativen Zinseffekte vernachlässigt. Die Geldpolitik kennt keine Einlagenumschichtungen zu den Finanzintermediären; sie wird wirksamer.

In Abb. 1a können wir auch den Fall einer langfristigen Verschiebung der Marktanteile zu Gunsten der Finanzintermediäre ersehen. Gelingt es den Finanzintermediären langfristig Marktanteile der Banken wegzunehmen und nimmt man an, daß das Minimum der Bankdepositen, welche das Publikum halten möchte, bei A liegt, so wird die Gerade AB bei einer Grenzwertbetrachtung zu einer Parallelen (AZ) zur S-Achse.

Zusammenfassend läßt sich feststellen: Die Gültigkeit der Gleichung (1) garantiert keine Effizienz der Geldpolitik solange sich das Publikum gemäß Gleichung (3) verhält. Anders ausgedrückt: Selbst wenn die Geldpolitik die Finanzintermediäre indirekt kontrollieren kann, muß bei der Existenz relativer Zinseffekte an der Effizienz der Geldpolitik gezweifelt werden, solange die Finanzintermediäre die Einlagenzinsen der Banken überbieten können.

2. Aggregative Wirkungen der Finanzintermediäre

a) Wesentliche Ansätze der Diskussion

Ein Ansatzpunkt ist die Banking-Currency-Kontroverse, die sich von 1821-60 in Großbritannien abspielte[1]:
Die Currency-Theoretiker (v.a. Lord Overstone, Robert Torrens und George Warde Norman) beriefen sich auf die Quantitätstheorie, nach der die Geldmengenentwicklung das Preisniveau bestimmt. Bankdepositen wurden von ihnen nicht als Geld im Sinne der Erfüllung der Zahlungsmittelfunktion betrachtet, da man annahm, daß die Bankdepositen vorwiegend aus der Kassenhaltung der Bankkunden stammen würden. Daraus folgerten sie, daß nur das Bargeld (Goldmünzen und Banknoten) primäres Zahlungsmittel sein kann. Banking-Theoretiker (v.a. Thomas Tooke,John Fullarton und John Stuart Mill) zweifelten die Trennung in Geld- und Nichtgeldfinanzaktiva an und behaupteten, daß mit Handelswechseln und Handelskrediten sowie Bankdepositen auch Zahlungen geleistet werden können.

Einen weiteren wesentlichen Denkanstoß gaben die Veröffentlichungen von R.W. Goldsmith[2]. Er machte als erster Autor darauf aufmerksam, daß sich die Finanzstruktur in den USA langfristig verändert hat. Betrug der Anteil der Banken (Commercial Banks) in den USA im Jahre 1900 noch 52,8% an den Finanzaktiva aller Finanzinstitute einschließlich der Zentralbank, so fiel dieser Anteil bis 1952 auf 33,9%. Der Anteil der Finanzintermediäre stieg in diesem Zeitraum von 14,5% auf 39,6%. In neueren Untersuchungen[3] bestätigt Goldsmith die abnehmende Bedeutung der Banken (1963: 32,2%) und den zunehmenden Anteil der Finanzintermediäre (1963: 61,9%). In diesen Arbeiten veröffentlicht er auch internationale Vergleichsdaten, die es ermöglichen, die Entwicklung der Finanzstruktur der wichtigsten Industriestaaten und einiger Entwicklungsländer näher zu betrachten.

---

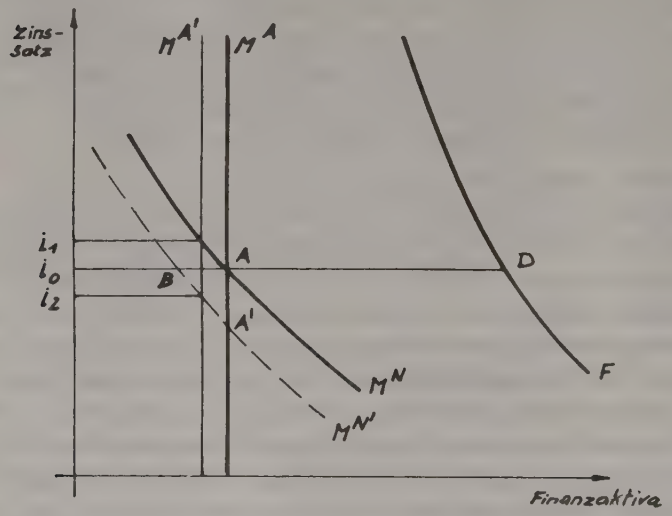
1 Zur Geldsubstitutionsproblematik im Rahmen dieser Diskussion siehe auch Cramp,A.B. = Two Views = v.a. 5ff.

2 Zu den Zahlenangaben vgl. Goldsmith,R.W. = Share =; derselbe = Financial Intermediaries =; derselbe = Financial Structure; derselbe = Reflections =.

3 Siehe die beiden letzten Literaturangaben in der vorigen Anmerkung sowie derselbe = Institutions =.

Ein weiterer wichtiger Diskussionsansatz stammt von Gurley/Shaw[1]. Sie betrachten den Finanzsektor als eine Einheit. Die Banken können zwar Geld schöpfen, aber auch die Verbindlichkeiten der Finanzintermediäre unterscheiden diese von den Banken, so daß weniger die Geldqualität der Bankeinlagen relevant ist, als vielmehr die Fähigkeit beider Finanzinstitutsgruppen Kredit zu schöpfen. Den von Goldsmith festgestellten Rückgang der Bedeutung der Banken sehen sie als Gefahr für die Effizienz der Geldpolitik an, die traditionellerweise über das Bankensystem versucht, die Geldmenge und den Zins zu beeinflussen. Ihre Kritik fand Ausdruck in der sog. Instabilitätshypothese der Geldnachfrage (vgl. Abb. 2)[2].

Abbildung 2: Instabilitätshypothese von Gurley/Shaw



Die Kritik setzt an der Liquiditätspräferenzfunktion von Keynes an, in der die Nachfrage nach Geld nur vom Einkommen und vom Zinssatz der langfristigen Wertpapiere abhängig ist. Nach Gurley/Shaw ist das Geld nur ein Substitut zu anderen

1 Vgl. Gurley,J.G. u. Shaw,E.S. = Financial Aspects=; dieselben = Financial Intermediaries =; dieselben = Money =.

2 Die Abbildung basiert auf der Darstellung von Gurley/Shaw, siehe Gurley,J.G. u. Shaw,E.S. = Financial Aspects = 529.

Finanzaktiva (F)[1].

Werden andere Finanzaktiva, die Geldsubstitute darstellen, nachgefragt, so verschiebt sich die Geldnachfrage M^N nach $M^{N'}$ um AB. Der Zinssatz sinkt von A nach A'. Gurley/Shaw behaupten nun, daß die Liquiditätspräferenzkurve bei einer relativen Zunahme von Geldsubstituten $\overline{AB}$ und bei einem steigenden Volumen der Finanzaktiva zur Bestimmung des Zinssatzes ungeeignet ist, da die Relevanz der keynesianischen Liquiditätspräferenzfunktion im Zeitablauf abnimmt. Eine monetäre Stabilisierungspolitik, in Abb.2 dargestellt durch eine Längsverschiebung der M^A-Geraden nach $M^{A'}$ kann unterlaufen werden. An die Stelle einer Zinssteigerung von i_0 nach i_1 tritt eine Zinssenkung auf i_2 ein. Eine gewünschte Verringerung der zinsabhängigen Investitionen kann nicht eintreten.

Die Größe der umlaufenden Geldmenge ist für jedes Einkommen und für jede Einkommensänderung unbestimmt, solange der Grad der Geldsubstitution unbekannt ist und die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes konstant ist bzw. sich nur geringfügig erhöht.

Gurley/Shaw forderten folglich, daß die Zentralbank die Aktivastruktur der Finanzintermediäre beeinflussen soll, um damit die Verfügbarkeit an Kredit zu verändern und um von einer monetären Kontrolle der Geldmenge zu einer Kontrolle aller Finanzaktiva zu gelangen[2].

b) Effekte

(1) Instabilität der Geldnachfrage

Ausgangspunkt dieser Betrachtung ist die oben erwähnte Instabilitätshypothese von Gurley/Shaw. Zumeist wird dabei von einer Linksverschiebung der Geldnachfrage ausgegangen, inwieweit die Zinselastizität der Geldnachfrage sich u.U. erhöht, ($\varepsilon = \frac{dM^N}{M^N} / \frac{di}{i}$) beschränken Gurley/Shaw auf Staatspapiere mit kurzer Laufzeit[3], die sich ohne hohes Disagio jederzeit in Geld umwandeln lassen. In der Literatur wird v.a. um den

1 Vgl. Gurley,J.G. u. Shaw,E.S. = Financial Aspects = 529.
2 Vgl. Gurley,J.G. u. Shaw,E.S. = Financial Aspects = 538 .
3 Vgl. Gurley,J.G. u. Shaw,E.S. = Money = 160ff.

Elastizitätseffekt gestritten.

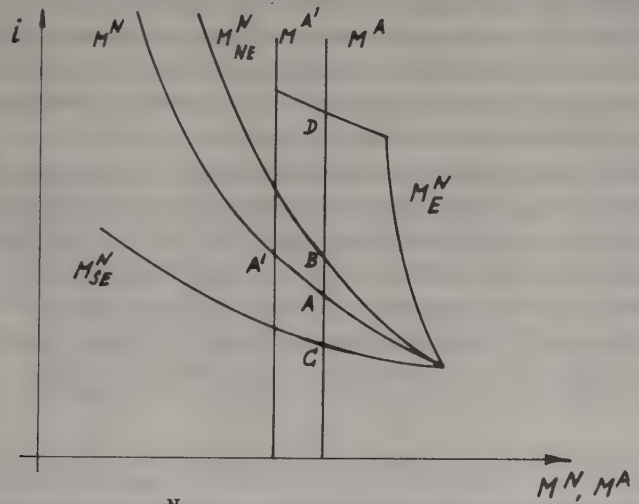
Der Verschiebungseffekt ist das Ergebnis einer Veränderung der Zusammensetzung des Finanzvolumens. Wie die säkulare Stagnationsthese von Goldsmith zeigt, ist dies ein langfristiger Vorgang, der für die monetäre Stabilisierungspolitik, die auf eine Glättung der Konjunkturzyklen ausgerichtet ist, weniger von Interesse ist. Eine bestimmte Geldmengenänderung, bezogen auf eine tendenziell sich verringernde Geldnachfrage, hat sogar auf ein steigendes Einkommen und Vermögen einschließlich der Geldsubstitute eine größere Wirkung. Für eine Geldpolitik, die sich auf Veränderungen der Geldmenge konzentriert, ist dies unmittelbar verständlich[1] und auch empirisch evident[2]. Dabei sinkt jedoch der Anteil der Geldmenge an den gesamten Finanzierungsmitteln, so daß die Relevanz der Geldmenge, z.B. durch eine Erhöhung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes, in Frage gestellt werden könnte. In der Terminologie der keynesianischen Liquiditätspräferenzfunktion heißt dies, daß sich der Anteil der Spekulations- bzw. Transaktionskasse an der Geldnachfrage nicht verändert, die Geldnachfrage sich folglich nach links verschiebt.

Beim Elastizitätseffekt lassen sich mehrere gleichzeitig wirkende Komponenten unterscheiden. Geldsubstitute können die Geldnachfrage zinselastischer gestalten, indem sie durch eine Verbesserung ihrer Liquiditätsqualität eine größere Substitutionsfähigkeit (Substitutionseffekt) gegenüber dem Geld verursachen. Als Befürworter dieser These gelten neben Gurley/Shaw auch Patinkin[3] und Smith[4], wohingegen Marty[5], Shelby[6], Cagan/Schwartz[7] sowie Brunner/Meltzer[8] eher eine Verringerung der Zinselastizität der Geldnachfrage durch die Geldsubstitute erwarten und damit eine Steigerung der Effizienz der Geld-

1 Vgl. Shelby,D. = Some Implications = 540.
2 Vgl. Fand,D.I. = Intermediary Claims = 239ff.
3 Vgl. Patinkin,D. = Financial Intermediaries = 109ff.
4 Vgl. Smith,W.L. = Financial Intermediaries = 539.
5 Vgl. Marty,A.L. = Money = 59f.
6 Vgl. Shelby,D. = Some Implications = 540.
7 Vgl. Cagan,P. u. Schwartz,A.J. = Money Substitutes = 155.
8 Vgl. Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Financial Intermediaries = 378, Fußnote 9.

politik (leverage-Effekt)[1]. Die Befürworter eines leverage-Effekts legen besonderen Wert auf die Existenz eines income-asset-composition-Effekts bzw. eines Nominaleinkommenseffekts (NE), nachdem die Geldnachfrage für Transaktionszwecke als Folge einer Einkommenssteigerung, die durch die zinssenkende Wirkung der Geldsubstitute entstand, zunimmt; folglich kann, wie in Abb. 3 dargestellt, die Elastizität der Geldnachfrage

Abb. 3: Finanzintermediäre und die Zinselastizität der Geldnachfrage



abnehmen (Kurve M^N_{NE}), wenn der Substitutionseffekt (Kurve M^N_{SE}) übertroffen wird.

Wenn der Nominaleinkommenseffekt größer ist als der Substitutionseffekt, erhöht sich die Wirksamkeit der Geldpolitik (vgl. in Abb. 3 $M^{A'}$ mit M^A bzw. die größere Steigung der Geldnachfrage im Punkt B im Vergleich zu Punkt A). Heben sich beide Effekte auf, so entspricht dies einer Wanderung (AA') entlang der alten Geldnachfragekurve M^N.

Die Effizienz der Geldpolitik wird auch dann nicht beeinträchtigt, behaupten manche Autoren, wenn die Geldpolitik die Geldsubstitution in restriktiven Phasen durch stärkere Ver-

1 Shelby hat diesen Effekt popularisiert. Er folgte bei der Darstellung des leverage-Effekts einem Hinweis von Yeager auf eine Veröffentlichung von Boulding, der erstmals diesen Effekt erwähnte, siehe hierzu Shelby,D. = Some Implications = 540, Fußnote 9.

knappung der Geldmenge bekämpft[1]. Solange das Ausmaß der Geldsubstitution allerdings nicht bekannt ist, erscheinen solche Kompensationsmaßnahmen sinnlos zu sein.

Auf einen weiteren Effekt hat Ettin[2] aufmerksam gemacht, nachdem ein oberer Schwellenwert des Zinssatzes existiert, bei dem die Geldnachfrage wieder zinselastischer wird (vgl. Kurve M_E^N), da die Alternativkosten der Geldhaltung im Vergleich zu den Geldsubstituten zu hoch werden. Die Existenz einer solchen Geldnachfragekurve ist jedoch anzuzweifeln, da dies einen Zuwachs der Spekulationskasse i.Vgl. zur Transaktionskasse erfordern würde und bei steigendem Zinssatz die Spekulationskasse normalerweise verringert wird, da auf dem Markt für bonds Kurssteigerungen erwartet werden.

Versucht man diese Argumente zu einem Konzept zusammenzufassen, so muß man das Geld und die Geldsubstitute der Finanzintermediäre als Vermögensobjekte begreifen. Dabei gilt jedes Gut, das einen Nutzen stiftet, einen Ertrags- bzw. Nutzenstrom abgibt, als Vermögensobjekt, also auch Realgüter.
Die Ertragsrate (r_{O_i}) eines Finanzaktivums (i) setzt sich aus einem pekuniären und einem nichtpekuniären Teil zusammen.
Es gilt:

$$r_{O_i} = r_{P_i} + r_{NP_i}$$

Der pekuniäre Teil wird bestimmt durch die reziproke Zinsveränderung. Der nichtpekuniäre Teil mißt u.a. die Liquiditätsdienste oder Risikominderungen. Der pekuniäre Ertrag des Geldes (M) ist annahmegemäß $r_{PM} = 0$, d.h. man sieht von einer Verzinsung ab. Dies gilt allerdings nur für den engen Geldmengenbegriff (Bargeld + Sichtdepositen). Der nichtpekuniäre Ertrag des Geldes(r_{NM}) ist folglich: $X = 1$

Bei Geldsubstituten (GS) gilt: $1 \geq X > 0$

Steigt X, so erhöht sich die Substitutionselastizität η_{GS}^{M}.
Es gilt: $\frac{d\eta_{GS}^{M}}{dx} > 0$

---

1 Vgl. Meltzer,A.H. = Intermediation = 31; Tobin,J. u. Brainard,W.C. = Effectiveness = 384.

2 Vgl. Ettin,E.C. = Note = 651.

Ertragsratendifferenzen zwischen Geldsubstituten und Geld sind notwendig, um die Finanzaktiva gegenseitig zu substituieren. Bei $\eta = \infty$ ist der Liquiditätsgrad X der Geldsubstitute genau so groß wie der des Geldes. Diese Finanzaktiva sind dann vollkommen substitutiv. Steigt der Liquiditätsgrad eines Geldsubstituts, dann bietet dieses verstärkt Liquiditätsdienste i.Vgl. zum Geld an, Geld wird durch Geldsubstitute ersetzt.

Ist die Geldnachfrage abhängig vom Zins, Einkommen und Vermögen[1] d.h. es gilt: $M^N = M^N$ (i, Y, W) mit $\frac{\partial M^N}{\partial i}$, $\frac{\partial M^N}{\partial W} < 0$ sowie $\frac{\partial M^N}{\partial Y} > 0$, so ergibt sich ein Vermögenseffekt der Geldsubstitute: $\Delta W = \sum_{GS=1}^{n} = X_{GS} \cdot A_{GS}$. Ist X gegeben, so wird der Vermögenseffekt bestimmt durch die Menge aller Geldsubstitute A_{GS} (Asset-Effekt). Hierin zeigt sich ein eventuell auftretender säkularer Trend der Geldsubstitution. Die andere Determinante von ΔW ist eine Veränderung von X_{GS} im Sinne einer tendenziellen Liquiditätsverbesserung (Liquiditätseffekt). Sie wirkt sowohl kurz- als auch langfristig. Kurzfristig über ein wachsendes Angebot der Finanzintermediäre an Geldsubstituten (z.B. durch Überbietung der Habenzinsen der Banken) sowie langfristig über eine Änderung der Präferenzen des Publikums.

Ist $\left|\frac{\partial M^N}{\partial W}\right| > \frac{\partial M^N}{\partial Y}$ bei konstantem Geldangebot, dann haben die Geldsubstitute einen Vermögenseffekt, der die Nachfrage direkt verändert sowie einen Zinseffekt der Investitionen induziert und über den Multiplikator (Sekundäreffekt) die Nachfrage verstärkt. Eine größere Zinselastizität der Geldnachfrage durch Geldsubstitute läßt sich durch Liquiditätsdifferentiale sowie durch Zinsveränderung erklären.

Die optimale Vermögensstruktur innerhalb der Finanzaktiva ist erreicht, wenn es zu einem Ausgleich der gewogenen Grenzerträge kommt. Liquiditätsdifferentiale entstehen durch die unterschiedlichen nichtpekuniären Ertragssätze gemessen an den marginalen Ertragssätzen. Steigt r_{NP_i} bei konstantem r_{P_i}, so steigt der Liquiditätsgrad des Finanzaktivums i i.Vgl. zum pekuniären Ertrag. Geld wird durch dieses Aktivum substituiert.

---

1 Die Darstellung erfolgt in Anlehnung an einen Aufsatz von Vogl/Woll, vgl. Vogl,G.G. u. Woll,A. = Geldsubstitute =.

Steigt die Nachfrage nach diesem Geldsubstitut, so sinkt r_{NP_i} und r_{NM} steigt bis ein neues Gleichgewicht erreicht wird, in dem gilt: $dr_M = dr_{GS}$.

Eine Elastizitätserhöhung der Geldnachfrage ist auch möglich durch konjunkturelle Zinsschwankungen. Steigen die Zinsen im Aufschwung, so wird die größere Liquidität des Geldes ausgedrückt als $dr_{NM} > dr_{NP_i}$ vergrößert, da die Alternativkosten der Geldhaltung steigen. Die Zinselastizität der Geldnachfrage nimmt zu.

Die Effizienz der Geldpolitik durch die Geldsubstitute der Finanzintermediäre wird beeinträchtigt, wenn gilt:

Geldnachfrage $M^N = M^N (i, Y, W)$

Vermögenseffekt
u. Sekundäreffekt: Liquiditätseffekt: $\left|\frac{\partial M^N}{\partial W}\right| \frac{dW}{dX} dX > \frac{\partial M^N}{\partial Y}$

Asset-Effekt: $\left|\frac{\partial M^N}{\partial W}\right| > \frac{\partial M^N}{\partial Y}$, wenn X = konst.

Elastizitätseffekt (Substitutionseffekt)
- Liquiditätsdifferentiale $r_{NP_i} / r_{P_i} \uparrow \longrightarrow \frac{\partial M^N}{\partial i} \uparrow$

- Zinseffekte $i \uparrow \longrightarrow dr_{NM} > dr_{NP_i} \longrightarrow \frac{\partial M^N}{\partial i} \uparrow$

Wir haben die Geldnachfrageeffekte vorwiegend in restriktiven Phasen der Geldpolitik analysiert. Die umgekehrten Schlußfolgerungen sind in der Rezession, in der die Geldpolitik expansiv wirken soll, nicht ohne weiteres möglich, da solche Konjunkturphasen durch einen Überschuß an exanter Ersparnis gegenüber exanter Investition gekennzeichnet sind, so daß allenfalls durch eine Verminderung der Geldsubstitute der Anteil der Geldmenge an den gesamten Finanzaktiva steigen würde, damit aber noch keine zusätzlichen realen Ausgaben getätigt werden.

In der Literatur werden die Wirkungen der Geldsubstitute der Finanzintermediäre auf den realen Bereich durch Beeinflussung der Geldnachfrage auch anhand mikro- bzw. makroökonomischer Modelle analysiert. Verschiebungen der Geldnachfrage werden

dabei untersucht, nicht jedoch Elastizitätsänderungen[1], obwohl, wie Vogl/Woll[2] gezeigt haben, jeder Verschiebungseffekt auch als Elastizitätseffekt aufgefaßt werden kann, dies aber umgekehrt nicht möglich ist. Analytisch bedeutet dies, daß die Veränderung von X sowohl durch einen Verschiebungs- als auch durch einen Elastizitätseffekt ausgedrückt werden kann. Beispielsweise versucht Ebel[3] die Bedeutung des Elastizitätseffekts dadurch zu umgehen, daß er annimmt, daß eine zunehmende Nachfrage des Publikums nach Geldsubstituten die durchschnittliche Reservehaltung aller Finanzinstitute senkt, und die Offenmarktpolitik bei niedrigeren Mindestreservesätzen tendenziell effizienter sei. Ebel begründet dies mit einer größeren Zinselastizität des Kreditangebots der Banken (Substitutionswirkung von Mindestreserven) sowie einer geringeren Verschiebung der Kreditangebotskurve als Folge einer Einkommensänderung, jeweils bei hohem Mindestreservesatz (Einkommenswirkung der Mindestreserven).

Aus der Analyse Ebels ist eine solche Schlußfolgerung nur mit Bedenken ableitbar, versucht er doch in seinem Modell, die Banken und die Finanzintermediäre als zwei separate Sektoren makroökonomisch zu integrieren. Bei der Ablehnung einer Instabilität der Geldnachfrage faßt er beide jedoch zu einem Sektor zusammen[4]. Ebel kann auch ein Argument von Tobin entgegengehalten werden, wonach die Mindestreservepolitik eine größere geldpolitische Effizienz hat als die Offenmarktpolitik, da sie die Höhe der Überschußreserven direkt beeinflußt, ohne, wie die Offenmarktpolitik, nur einen Austausch von Sekundär- und Primärliquidität zu bewirken. So diskutiert Tobin[5]

---

1 Zu den mikroökonomischen Darstellungen ziehe man vor allem die einschlägigen Veröffentlichungen von Tobin und Brainard zu Rate, vgl. Brainard,W.C. = Financial Intermediaries =; derselbe = Control =; Tobin,J. u. Brainard,W.C. = Effectiveness =. Zur makroökonomischen Analyse siehe Benavie,A. = Model =; Ebel,J. = Financial Intermediaries =; Shapiro,R. = Aggregate Demand =.

2 Vgl. Vogl,G. u. Woll,A. = Geldsubstitute =.

3 Vgl. Ebel,J. = Financial Intermediaries = 46, Fußnote 24.

4 Zur Strukturierung von Finanzmodellen, vgl. Jaffee,D.M. = Structure =.

5 Vgl. Tobin,J. = Grundsätze = 66ff.

den Fall eines kombinierten Einsatzes einer expansiven Mindestreserve- und einer restriktiven Offenmarktpolitik, die die entstandenen Überschußreserven der Banken wieder abschöpft. Dies wirkt nach Tobin expansiv[1]. Wie man noch sehen wird (vgl. Teil C I. der Arbeit) verkennt Tobin jedoch, daß die Mindestreservepolitik auf Grund institutioneller Ursachen in den USA nur eine geringe Bedeutung hat.

(2) Zinsstruktureffekte

Bei der Beschreibung von Zinseffekten haben wir uns bislang auf einen einzigen Zinssatz beschränkt. Im Modell von Hicks ist dies der Zins auf langfristig festverzinsliche Wertpapiere. Neben diesem Zins kennt man allerdings auch kurzfristige Zinsen, wie z.B. die Zinsen des Geldmarkts. Die Finanzintermediäre beeinflussen das Anlageverhalten des Publikums primär über die Verzinsung der von ihnen angebotenen Schuldtitel sowie über die Sollzinsen; daraus können die oben beschriebenen Substitutionseffekte entstehen. Die Verzinsungsformen sind ein Spiegelbild für die Qualität der Geldsubstitute, sowie der Kredite bzw. Wertpapieranlagen der Finanzintermediäre aus der Sicht der Überschuß- und Defiziteinheiten. Versucht man die Beeinflussungsmöglichkeiten der Zinsstruktur aller Finanzaktiva durch die Finanzintermediäre darzustellen, so muß man zunächst die konstituierenden Merkmale der Zinsstruktur einer Volkswirtschaft näher beschreiben.

Die Zinsstrukturtheorien[2] berücksichtigen die Zinsbildung auf den monetären Märkten gemäß folgender Grundstruktur:

- der langfristige Zins (r_L) ist höher als der kurzfristige (r_K)
- es gilt $\hat{r}_L = \hat{r}_K$[3]; d.h. die Wachstumsraten von r_L und r_K passen sich langfristig an

---

1 Vgl. Tobin, J. = Grundsätze = 68.

2 Vgl. den Überblick bei Lutz, F.A. = Zinstheorie = 182ff. sowie Fisher, D. = Monetary Theory = Chapter 6, 158ff.

3 $\hat{r}_L = \frac{dr_L}{dt}\frac{1}{t}$ bzw. $\hat{r}_K = \frac{dr_K}{dt}\frac{1}{t}$, wobei t: Zeit.

- r_K schwankt stärker als r_L.

Üblicherweise wird angenommen, daß der Liquiditätsgrad eines Finanzaktivums umso größer ist, je kleiner dessen Zinsertrag ist.

Diese Strukturannahmen werden durch die Aktivitäten der Finanzintermediäre beeinträchtigt. Liegen die Habenzinsen der Finanzintermediäre, obwohl deren Geldsubstitute weniger liquide sind, unterhalb vergleichbarer Einlagen bei Banken, so zeigt sich in dieser Differenz die Bewertung der Dienstleistung eines Finanzintermediärs durch die Wirtschaftssubjekte.

Daneben spielt auch die Konkurrenzsituation, in der sich die Finanzintermediäre befinden, eine Bedeutung für die Zinsstruktur. Werden die Habenzinsen der Finanzintermediäre nicht durch die Geldpolitik direkt beeinflußt, so sind doch die Sollzinsen insofern von der Geldpolitik abhängiger als die Habenzinsen, da z.B. auf dem Hypothekenmarkt, insbesondere in Hochzinsphasen ein Abweichen der Zinskonditionen von Banken und Finanzintermediären nur begrenzt möglich ist.

Zinshöchstvorschriften bzw. die Möglichkeit der Finanzintermediäre in restriktiven Phasen die Habenzinsen der Banken zu überbieten, können dazu führen, daß die Sparer die Bankeinlagen auf Konten bei Finanzintermediäre verlagern und so eine Verringerung der Kreditvergabe der Banken bewirken, die dann steigende Ausgaben verursachen können, wenn die zusätzlichen Kredite der Finanzintermediäre größer sind als die Einschränkung der Kreditvergabe der Banken[1].

Finanzintermediäre können demnach durch ihre Vermögenstitel bzw. Vermögensanlagen die Struktur der Soll- und Habenzinsen in einer Volkswirtschaft beeinflussen. Diese werden jedoch von Risiko-, Laufzeit- und Liquiditätsüberlegungen der Wirtschaftssubjekte und der Finanzintermediäre bestimmt. Die Zinsstrukturtheorie behauptet einen Zusammenhang zwischen der Zinshöhe für Einlagen und Wertpapiere mit der Laufzeit (L) und dem Anlagerisiko (R).

---

1 Vgl. Spencer,R.W. = Channels = 15.

Es gilt: $i = i(L,R)$, wobei $\frac{\partial i}{\partial L}, \frac{\partial i}{\partial R} > 0$[1]

Risikoeffekte können durch eine Laufzeitveränderung entstehen, wie dies z.B. die amerikanischen Bausparkassen vornehmen, indem sie langfristige Hypothekenkredite durch kurzfristige Einlagen absichern. Diese Einlagen werden niedriger verzinst als die Kredite.

Im allgemeinen wird erwartet, daß die Finanzintermediäre zu einer Zinssenkung beitragen, da sie durch eine breite Streuung ihrer Aktiva den Risikograd ihrer Geldsubstitute verringern. Risikoeffekte können auch entstehen, indem die Geldsubstitute der Finanzintermediäre nicht gemäß einem Zinsgefälle, welches das laufzeitbezogene Risiko angibt, verzinst werden, bzw. wenn die Habenzinsen der Finanzintermediäre nur geringfügig über vergleichbaren Anlagen bei Banken liegen und daraus auf eine risikofreudigere Anlage von Ersparnissen der Wirtschaftssubjekte bei den Finanzintermediären geschlossen werden kann.

Die Finanzintermediäre können durch eine Veränderung der Zusammensetzung ihrer Portefeuilles Risikoeffekte bewirken. Fragen sie beispielsweise anstelle von Staatsschuldtiteln verstärkt Aktien nach, so wird der Aktienkurs stabilisiert, die Rendite sinkt; das Risiko für die Anlage von Ersparnissen bei den Finanzintermediären steigt jedoch, da der Staat als Schuldner durch private Schuldner ersetzt wird. Daraus kann man zumindest auf ein tendenzielles Sinken des Kapitalmarktzinses durch die Geschäftstätigkeit der Finanzintermediäre schließen.

Unter dem Aspekt der Laufzeitenkongruenz läßt sich das Risiko einer Kapitalanlage in ein Kapitalwertverlust- und ein Einkommensrisiko einteilen[2]. Der Kapitalwert läßt sich am besten durch kurzfristige Titel absichern. Langfristige Zinssätze sichern am besten das Einkommen ab. Bei den Finanzintermediären dominiert das Sparen, aus dem langfristig ein Einkommen bezogen werden soll. Folglich verringert sich die Differenz zwischen lang- und kurzfristigem Zins, da das Kapitalwert-

1 Vgl. Claassen,E.M. = Zinsstruktur = 216.

2 Vgl. Ryan,T.M. = Portfolio Selection = 53ff.

verlustrisiko minimal ist.

Zinsstruktur und Liquiditätsgrad der Finanzaktiva stehen ebenfalls in enger Beziehung zueinander[1]. Wie schon erwähnt, ist ein Finanzaktivum um so liquider je geringer seine Verzinsung ist. Steigt die Verzinsung der Finanzaktiva mit zunehmender Laufzeit, so werden diese Titel weniger liquide.
Bargeld hat den höchsten Liquiditätsgrad. Dieser sinkt bis hin zum n-ten Finanzaktivum, welches nahezu illiquide ist, aber eine hohe Verzinsung bietet. Marktzins und Liquiditätsgrad ergeben somit jeweils gleiche Gesamterträge der Finanzaktiva.

Die Finanzintermediäre können durch das zunehmende Angebot an höher verzinslichen (d.h. weniger liquiden) Finanzaktiva die Opportunitätskosten der Geldhaltung erhöhen und damit eine stärkere Nachfrage nach eben diesen Titeln bewirken. Hierbei wird sich der langfristige Zins bzw. die Rendite langfristiger Wertpapiere verringern. Die Liquiditätsunterschiede zwischen den einzelnen Alternativen einer Anlage in Finanzaktiva werden ebenfalls kleiner.

Die eingangs dieses Kapitels referierten Thesen über die Zinsstruktur müssen bei Berücksichtigung der Finanzintermediäre dahingehend ergänzt werden, daß sich erstens langfristiger und kurzfristiger Zinssatz bzw. die Renditen der Finanzaktiva annähern und folglich zweitens die Wachstumsraten dieser Zinssätze langfristig divergieren. Sollte dies der Fall sein, so kann daraus der Schluß gezogen werden, daß die Wirtschaftssubjekte ihr Liquiditätsbedürfnis verstärkt durch Geldsubstitute befriedigen und eine Geldpolitik, welche sich an der Beeinflussung der Geldmenge orientiert, bei der die Geldsubstitute der Finanzintermediäre keine Berücksichtigung finden, nicht effizient ist.

(3) Zur Kreditschöpfungsfähigkeit der Finanzintermediäre

Den Finanzintermediären wurde lange Zeit nur die Fähigkeit zu einer Vermittlung von Kredit zugesprochen. Es wurde behauptet, daß sie nur Ersparnisse ansammeln und diese Ersparnisse an Kreditnachfrager weiterleiten. Dieser sog. vermit-

1 Vgl. Claassen,E. M. = Zinsstruktur = 240.

telte Kredit bewirkt folglich ein Gleichgewicht von freiwilligem Sparen und Kredit bzw. von Sparen und Kapitalbildung. Der vermittelte Kredit ist demnach geldwertneutral[1].

Wie schon dargestellt, haben Goldsmith sowie Gurley/Shaw eine Änderung dieser Sicht bewirkt. Selbst Gurley/Shaw gelangten jedoch erst in ihrer Veröffentlichung aus dem Jahre 1960 zu dem Ergebnis, daß Banken und Finanzintermediäre sog. loanable funds[2] schaffen können. Die Banken durch multiple Kreditschöpfung und die Finanzintermediäre durch Enthortung[3], also indem sie durch die Emission von Geldsubstituten das Publikum veranlassen, weniger Geld im Vergleich zur angebotenen Geldmenge nachzufragen.

Tobin[4] interpretiert die verbal formulierten Thesen von Gurley/Shaw in der Weise, daß er die Kreditschöpfung der Banken und der Finanzintermediäre als gleich groß einstuft. Auf Grund einer mikorökonomischen Analyse gelangt er zu dem Schluß, daß erst die Existenz von Mindestreserven bzw. von Zinshöchstvorschriften die Sonderstellung der Banken manifestiert und eine Kreditschöpfung ermöglicht, die größer ist als die ohne Mindestreserven bzw. Zinshöchstvorschriften[5].

Die Bedeutung der Mindestreserven für die Sonderstellung der Banken läßt sich bei Tobin wie folgt interpretieren. Unter Vernachlässigung einer komplizierten Kostenstruktur gilt für das Bankensystem folgende Gewinngleichung[6]:

$$G = r_K \cdot K - r_D \cdot D$$

Das Gewinnmaximum wird unter Berücksichtigung eines Mindest-

---

1 Vgl. Veit,O. = Kapitalbildung = 71.

2 Vgl. Gurley,J.G. u. Shaw,E.S. = Money = 273.

3 Das Angebot an loanable funds ist gleich der Summe der Investitionen. $S_{ex} - H + \Delta K = I_{ex}$. mit ex: geplante Größen S: Ersparnis, (-H): Enthortung, ΔK: Kreditschöpfung der Banken. Die Enthortung bedeutet, daß die gewünschte Kassenhaltung kleiner ist als die tatsächliche, vgl. Polakoff,M. E. = Loanable Funds = 40.

4 Vgl. Tobin,J. = Commercial Banks =.

5 Die Bedeutung der Zinshöchstvorschriften für Einlagen besteht in der Schaffung eines Ungleichgewichts zwischen Depositenangebot und -nachfrage, vgl. Tobin,J. = Interest Ceilings =.

6 G: Gewinn; r_K: Kreditzins; r_D: Depositenzins; K: Kreditvolumen; D: Depositenvolumen.

reservesatzes r erreicht, wenn gilt:

$$r_K(1 - r) = r_D$$

Ist $0 < r < 1$, so ist $r_K > r_D$. Der Grenzertrag der Bankkredite übersteigt die Grenzkosten der Depositen. Die Banken können eine Kredit- bzw. Einlagenschöpfung betreiben, die größer ist als $\Delta K_{max.}$ bzw. $\Delta D_{max.}$ (d.h. $\Delta K_{opt.}, \Delta D_{opt.} > \Delta K_{max.}, \Delta D_{max.}$), welches bei r = 0 die Kredit- bzw. Einlagenschöpfung der Banken limitiert. Wenn auch die Finanzintermediäre diesen Mindestreserven unterliegen, können sie genau soviel Kredit schöpfen wie die Banken[1]. Dieses Ergebnis wird in der Literatur auch als "Widow's Cruse of Banking" bezeichnet[2].

Die theoretisch mögliche "unendliche" Kreditschöpfung der Finanzinstitute bei einer Existenz von Mindestreserven ist nur erklärbar durch die implizite Annahme, daß die Nichtbanken nur eine Geldanlage in der Form von Einlagen kennen. Diese, von den Nichtbanken angebotenen Einlagen, werden von den Finanzinstituten nachgefragt, bis diese kein Zentralbankgeld mehr besitzen (hierbei sei angenommen, daß die Finanzintermediäre bei einer Mindestreservepflicht diese ebenfalls in der Form von Zentralbankgeld halten müssen). Die Banken können keinen Kredit mehr vergeben, da das Zentralbankgeld durch die Mindestreserve gebunden ist. Der Kreditzins wird durch das erhöhte Kreditangebot nicht so stark gesenkt, daß es noch vor $\Delta K_{max.}$ bzw. $\Delta D_{max.}$ zu einem Ausgleich von r_K und r_D kommt. Die Theorie der Kreditschöpfung wird zu einer Ungleichgewichtstheorie.

Aus der gleichen Kreditschöpfungsfähigkeit von Banken und Finanzintermediären bei Vernachlässigung der Mindestreserven-

---

1 "It is the existence of the margin ($r_K > r_D$; Anmerkung des Verfassers) - not the monetary nature of the bank liabilities - which makes it possible for the economics teacher to say that additional loans permitted by new reserves will generate their own deposits. The same proposition would be true of any other system of financial institutions subject to similar reserve constraints and similar interest rate ceilings. In this sense it is more accurate to attribute the special place of banks among intermediaries to the legal restrictions to which banks alone are subjected than to attribute these restrictions to the special character of bank liabilities". Tobin,J. = Commercial Banks = 416.

2 Vgl. ebenda, 412ff.; einen Überblick hierzu und zu anderen "Witwenkrugtheorien" gibt Geigant, vgl. Geigant,F. = Gesetz =.

haltung der Banken folgert Tobin, daß bei einer Einlagenumschichtung von Bankeinlagen in Geldsubstitute der Finanzintermediäre die gesamte Kreditsumme nicht verändert wird[1].

Diese Analyse sowie die Arbeiten von Gurley/Shaw wurden kritisiert, indem die Sonderstellung der Banken bei der Erfüllung des Zahlungsmechanismus in einer Volkswirtschaft herausgehoben wurde. So seien die Banken nicht darauf angewiesen, Einlagen von Überschußeinheiten entgegen zu nehmen, um erst damit Kredite vergeben zu können, wie dies bei den Finanzintermediären der Fall sei[2]. Diese Einwände, die auf eine Betonung der Zahlungsmittelfunktion des Geldes beruhen, dringen aber zum eigentlichen Problem nicht vor. Dies gelingt vielmehr erst dann, wenn die Kreditschöpfungsfähigkeit von Banken und Finanzintermediären quantifiziert wird. Schirmer hat hierzu wesentliche Arbeiten zusammengestellt und analysiert[3]. Er konzentriert sich hierbei auf Untersuchungen, die die Kreditschöpfungsfähigkeit der Finanzintermediäre nur auf der Grundlage einer Überschußreserve im Bankensystem als möglich erachten. Schirmer erkennt richtigerweise, daß eine Betrachtung der Kreditschöpfungsfähigkeit des gesamten Finanzsektors die Interdependenz von Banken und Finanzintermediären berücksichtigen muß. So halten die Finanzintermediäre die ihnen von den Banken zufließenden Einlagen als Reserven in der Form von Bankeinlagen und Kassenreserven[4]. Hierauf müssen die Banken wiederum eine Mindestreserve und eine Kassen-

---

1 Vgl. Tobin,J. = Commercial Banks = 414f.

2 Aschheim,J. = Financial Intermediaries =; Culbertson,J.M. = Intermediaries =; Smith,P.F. = Concepts =.

3 Vgl. Schirmer,U. = Einfluß = 161ff. Der wesentliche Unterschied der verschiedenen Ansätze besteht darin, daß einerseits zwischen der Kreditschöpfungsfähigkeit der Banken und der der Finanzintermediäre getrennt wird und andererseits darin, daß die Interdependenz der gegenseitigen Kreditschöpfungsfähigkeit, die im wesentlichen verursacht wird durch die Reservehaltung der Finanzintermediäre in der Form von Bankeinlagen, dargestellt wird. Zu Ersterem siehe z.B. Argy,F. = Credit Creation =; zu Letzterem z.B. Hogan,W.P. = Financial Intermediaries = sowie Lindbeck,A.L. = A Study =.

4 "The principal distinguishing characteristic of banks is that they hold their reserve funds in the form of government issued reserve currency, while the nonbank intermediaries hold their reserves in the form of bank deposits". Jaffee,D.M. = Structure = 14.

reserve halten. Tauscht das Publikum Bankdepositen, z.B. Termineinlagen, in Spareinlagen bei Finanzintermediären um, so werden die Banken zunächst das Mindestreservesoll verringern können. Die Finanzintermediäre und das Publikum fragen jedoch nur einen Teil der ihnen zufließenden Zahlungsmittel als Terminguthaben nach. Der Rest wird in Sichteinlagen mit höherem Mindestreservesatz und in Bargeld aufgeteilt. Das Bankensystem verliert Zentralbankgeld durch ein steigendes Mindestreservesoll und durch den Notenabfluß an das Publikum. Bei einem Umtausch von Sichteinlagen bei Banken in Geldsubstitute der Finanzintermediäre, ist die Einengung des Liquiditätsspielraums der Banken geringer, da die primäre Minderung des Mindestreservesolls größer ist als beim Abzug von Termineinlagen[1]. Schirmer leitet folglich einen Kreditschöpfungsmultiplikator für Banken und Finanzintermediäre ab, der kleiner ist als der, der nur die Banken berücksichtigt[2]. Dies scheint in einem Widerspruch zur Analyse von Tobin zu stehen, nachdem die Kreditschöpfung aller Finanzinstitute bei Anwendung der Methode von Schirmer allenfalls zunehmen müßte. Die Analyse von Schirmer offenbart jedoch ein mangelhaftes Verständnis der Theorie von Tobin.

Zunächst ist nicht einzusehen, daß die Finanzintermediäre nur dann multipel Kredit schöpfen können, wenn eine Überschußreserve im Bankensystem existiert. Setzt dies doch bei Schirmer voraus, daß die Banken geldpolitisch kontrolliert werden und die Überschußreserve der Banken als Differenz zwischen Ist- und Sollreserve entsteht. Genau diese Annahme wird jedoch von Tobin bei der Gleichsetzung der Kreditschöpfungsfähigkeit von Banken und Finanzintermediären nicht gemacht. Die Vertreter der Sonderstellung der Banken haben vielmehr den Beweis zu erbringen, daß bei Abwesenheit direkter Kontrollen die Banken größere monetäre Ungleichgewichte und destabilisierende Wirkungen haben können. Dem Ergebnis von Schirmer ist nur insofern zuzustimmen, als durch die Existenz der Finanzintermediäre die Kreditschöpfungsfähigkeit des Bankensystems durch die Bindung von Zentralbankgeld eingeschränkt wird.

1 Paffenholz gelangt ebenfalls zu diesem Ergebnis, siehe Paffenholz,H.-J. = Effizienz = 75 u. passim .

2 Vgl. Schirmer,U. = Einfluß = 182ff.

Guttentag/Lindsay[1] versuchen bei ihrer Analyse, den Banken eine größere Kreditschöpfungsmöglichkeit nachzuweisen. Es gelten folgende Bilanzgleichungen für ein einfaches 3 Sektoren-Finanzmodell[2]:

Publikum	(1)	$L = S + D_P$
Finanzintermediäre	(2)	$S = D_a + C_a$
Banken	(3)	$D_a + D_P = C_b + R$

Mit: $k = S/D_P$ Portfoliopräferenzen des Publikums

$\alpha = D_a/S$ Anteil der Reserven an den Einlagen bei Finanzintermediären

$\beta = R/D_a+D_P$ Anteil der Reserven an den Einlagen bei Banken

Der gesamte Kredit ergibt sich daraus zu:

(4) $C_t = C_a + C_b = \frac{R(1+k)}{\beta(1+\alpha \cdot k)} - R$

Die Relation des Kreditschöpfungspotentials von Banken und Finanzintermediären ergibt sich durch Gleichsetzen der Ableitungen von C nach α bzw. β :

(5) $\frac{\frac{\partial C_t}{\partial \beta}}{\frac{\partial C_t}{\partial \alpha}} = \frac{1+\alpha \cdot k}{\beta \cdot k}$, ist $\frac{\partial C_t}{\partial \beta} = \frac{\partial C_t}{\partial \alpha}$, so folgt daraus

die Bedingung für die gleiche Kreditschöpfungsfähigkeit von Banken und Finanzintermediären:

(6) $k^+ = \frac{1}{\beta - \alpha}$

Ist der Anteil der Reserven an den Einlagen jeweils gleich-

1 Vgl. Guttentag,J.M. u. Lindsay,R. = Uniqueness = 993ff. Zu einem ähnlichen Ansatz, allerdings u.B. von Verhaltensannahmen der Wirtschaftssubjekte, siehe Wood,J.H. = Notes =; Aschheim,J. = Uniqueness =, der trotz Anerkennung der Kreditschöpfungsfähigkeit der Finanzintermediäre die Sonderstellung der Banken gewahrt sehen will, da deren Depositen die Zahlungsmittelmenge in einer Volkswirtschaft verändern.

2 L: Summe aller Finanzaktiva beim Publikum; S: Geldsubstitute im Besitz des Publikums; D_P: Bankeinlagen des Publikums; D_a: Bankeinlagen der Finanzintermediäre; C_b: Kredite der Banken; C_a: Kredite der Finanzintermediäre; R: exogene Kassenreserven der Banken, Annahmen: keine Kassenhaltung der Finanzintermediäre bzw. des Publikums.

groß, so ist $k = \infty$, d.h. eine gleiche Kreditschöpfungsfähigkeit liegt nur dann vor, wenn das Publikum keine Bankeinlagen hält. In diesem Modell bewirken Einlagenshifts von den Banken zu den Finanzintermediären eine Zunahme von C_t, d.h.

$$(7) \quad \frac{\partial Ct}{\partial k} = \frac{(1-\alpha)R}{\beta(1+\alpha k)^2} > 0$$

Will man das Ergebnis von Tobin erhalten, wonach Einlagenumschichtungen C_t nicht verändern, d.h. $\frac{\partial Ct}{\partial k} = 0$, so ist das Modell leicht zu modifizieren:

$$(1)' \qquad L = S + D_p \qquad \text{mit} \qquad k = S/D_p$$

$$(2)' \qquad S = R_a + C_a \qquad\qquad \alpha = R_a/S$$

$$(3)' \qquad D = R_b + C_b \qquad\qquad \beta = R_b/D$$

Annahmen: Finanzintermediäre halten nur Kassenreserven und es gilt: $\alpha = \beta$

$$(4)' \qquad C_t = \left(\frac{1+k-\beta-\alpha k}{\beta+\alpha k}\right)R$$

$$(7)' \qquad \frac{\partial C_t}{\partial k} = \frac{(\beta-\alpha)R}{\beta+\alpha k} = 0$$

Man sieht, daß die Annahme gleicher Kreditschöpfungsfähigkeit bei Abwesenheit geldpolitischer Kontrolle nur möglich ist, wenn die Finanzintermediäre keine Bankeinlagen als Reserven unterhalten und der Anteil der Reserven an den Einlagen gleich groß ist[1].

Geht man, was realistisch zu sein scheint, von einem höheren Liquiditätsgrad der Bankeinlagen gegenüber den Geldsubstituten der Finanzintermediäre aus, d.h. es gilt: $\beta > \alpha$, so ist auch unter den sehr restriktiven Annahmen der Modifikation des Modells von Guttentag/Lindsay eine Kreditschöpfung möglich, d.h. es gilt: $\frac{\partial C_t}{\partial k} > 0$ bei $\beta > \alpha$

1 Die Bedingung, daß die Finanzintermediäre keine Bankeinlagen als Reserven halten, sondern nur Kassenreserven, haben folglich Tobin,J. u. Brainard,W.C. = Effectiveness = in ihrer Analyse implizit unterstellt. Zum gleichen Ergebnis,Salama bei der Durchsicht der Arbeit von Smith,W.L. = Financial Intermediaries =; vgl. Salama,E. = Intermediarios Financieros = 356; derselbe = New View =75; derselbe = Rates = 103f.

Daraus kann man folgern, daß bei einer realistischen Betrachtung die Kreditschöpfungsfähigkeit der Banken größer ist als die der Finanzintermediäre. Bei einer Einlagenumschichtung von Bankeinlagen in Geldsubstitute der Finanzintermediäre wird das Kreditvolumen jedoch zunehmen, da diese Bankeinlagen als Reserven unterhalten.

Unterstellt man folgende einfache Kreditfunktion[1]:

$$C = a_1 D + a_2 S$$

Bei Depositenumschichtungen gilt:

$$\frac{\partial C}{\partial S} = a_2 > 0$$

$$\text{und} \quad \frac{\partial C}{\partial D} = a_1 > 0 \quad \text{sowie} \quad a_2 > a_1$$

da realistischerweise $\beta > \alpha$ ist, verlieren die Banken im Ergebnis durch Depositenumschichtungen und Reservehaltung der Finanzintermediäre Zentralbankgeld, schöpfen folglich weniger Kredit. Dieser verringerte Kredit der Banken als Folge eines sinkenden D wird jedoch überkompensiert durch die gestiegene Kreditschöpfungsfähigkeit der Finanzintermediäre als Folge zunehmender Geldsubstitute S. Bei Umschichtungen in Bankeinlagen kann genau in umgekehrter Weise argumentiert werden (C sinkt, wenn S sinkt und D steigt).
Das schon früher vorgebrachte Argument von Smith,W.L., nachdem die Kreditschöpfungsfähigkeit der Finanzintermediäre erst unter Berücksichtigung einer Zeitverzögerung durch die Ersparnisbildung stattfindet,hat Meltzer versucht, durch einen Multiplikator darzustellen. Durch die Zeitverzögerung entstehen größere Sickerverluste bei den Finanzintermediären. Die Kredite gelangen in geringerem Maße wieder als Einlagen zu den Finanzintermediären zurück. Auch Meltzer konstatiert in diesem Fall jedoch einen Multiplikator der größer ist als 1[2].

Die Analyse zeigt, daß auch die Finanzintermediäre Kredit schöpfen können. Ihre Kreditschöpfungsfähigkeit ist jedoch kleiner als die der Banken. Da mit Krediten Ausgaben finanziert werden können, kann vor allem in restriktiven Phasen die

---

1 Vgl. Coghlan,R.T. = Bank Competition = 177, Fußnote 18, sowie Harrington,R.L. = Competition = 557. Mit D: Bankeinlagen; S: Geldsubstitute der Finanzintermediäre.

2 Vgl. Meltzer,H.-J. = Diskussion = 143ff.

Geldpolitik konterkariert werden, indem eine Stabilitätspolitik, die auf eine Verringerung der Kreditvergabe der Banken als wesentlichen Bestandteil des Geldmengenwachstums abzielt, die Kreditvergabe der Finanzintermediäre nicht berücksichtigt.

c) Ergebnis: Minderung der Effizienz der Geldpolitik

Im Ergebnis laufen die Aktivitäten der Finanzintermediäre bei einer Geldpolitik, die sich am Zinssatz bzw. der Geldmenge orientiert, auf eine Beeinflussung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes (v) hinaus. Unter v versteht man das Verhältnis des Bruttosozialprodukts zur Geldmenge ($v = Y_m/M$)[1]. Je nachdem, welche Geldmengenabgrenzung zu Grunde gelegt wird, erhält man unterschiedliche Werte für v.

Normalerweise[2] verändert sich die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes prozyklisch, d.h. im konjunkturellen Aufschwung ist die Wachstumsrate des Sozialprodukts größer als die der Geldmenge und im konjunkturellen Abschwung ist $\hat{M} > \hat{Y}$, v sinkt. Langfristig können sich diese Schwankungen ausgleichen.

Dies mag ein Grund dafür sein, daß den Veränderungen von v in der Geldpolitik nicht die Bedeutung beigemessen wird, wie den Veränderungen der Geldmenge, deren Bestände langfristig zunehmen. So bedeutet ein Anstieg von v um 5%, daß bei Konstanz der Geldmenge das Sozialprodukt ebenfalls um 5% wachsen kann. So pflegt zwar die Geldpolitik Entwicklungen von v bei der Vorgabe von z.B. Geldmengenwachstumsraten sozusagen als "quantitative constraints" zu berücksichtigen, ein monetärer Impuls, der selbständig von v zu Y verläuft, wird jedoch nicht vermutet[3].

Zu den Determinanten von v zählen das Einkommen (Y), die Geldmenge (M) und die Liquiditätspräferenz (L) des Publikums[4].

---

1 Vgl. Deutsche Bundesbank = Geschäftsbericht 1977 = 22.

2 Neben konjunkturellen Einflüssen können auch Veränderungen der Grundstrukturen der Kassenhaltungsmotive der Wirtschaftssubjekte, wie z.B. vermehrte Schwarzarbeit, die Umlaufsgeschwindigkeit beeinflussen und die konjunkturelle Abhängigkeit von v umkehren, vgl. ebenda,22.

3 Dies beklagt v.a. Neubauer, vgl. Neubauer,W. = Unmöglichkeit = 163.

4 Vgl. Neumann,M.J.M. = Geldpolitik = 22f.

Geht man kurzfristig von konstantem Y und konstantem M aus, so können die Finanzintermediäre die Umlaufsgeschwindigkeit verändern, indem sie die Liquiditätspräferenz des Publikums beeinflussen. Steigen die Zinssätze und gelingt es den Finanzintermediären i.Vgl. zu den Banken, deren Depositen zur Geldmenge gerechnet werden, Einlagen des Publikums anzuziehen und damit Kredit zu vergeben, so steigt die Umlaufsgeschwindigkeit. Die Wirkung auf v ist hierbei zunächst abhängig von der Art des zusätzlichen Mittelaufkommens bei den Finanzintermediären.

Zahlt das Publikum Bargeld bei den Finanzintermediären ein, so ist davon auszugehen, daß dies ruhende Geldbestände des Publikums gewesen sind, die als Folge attraktiver Zinsgestaltung oder eines besonderen Dienstleistungsangebots zu den Finanzintermediären gelangen. Bei Bankdepositen des Publikums ist der ruhende Charakter dieser Geldbestände nicht so evident als beim Bargeld, da dies den Intentionen der Banken im Sinne einer sicheren und ertragsreichen Verwendung zufließender Mittel zuwiderläuft. So wird ein möglicher Ausgabeneffekt durch die Bankkreditvergabe nur auf die Finanzintermediäre verlagert. Andererseits müssen diese zufließenden Mittel auch wieder prozyklisch von den Finanzintermediären in der Form von Krediten verwendet werden, nur dann steigt v und die Geldpolitik wird ineffizient.

Bislang sind wir davon ausgegangen, daß die Kreditgewährung der Finanzintermediäre von ihrem Mittelaufkommen abhängig ist. Sie können die Umlaufsgeschwindigkeit aber auch noch unabhängig vom jeweiligen Mittelaufkommen prozyklisch beeinflussen, indem sie die Aktiva ihrer Bilanzen umstrukturieren und Kredite gegen eigene Kassenreserven bzw. Kredite gegen vorhandene Wertpapiere tauschen bzw. den Zuwachs der Wertpapiere verringern[1].

Dieser Aktiv-Tausch auf Grund der Mobilisierung von Kassenreserven ist quantitativ nur als gering einzuschätzen. Wie oben gezeigt, kann man davon ausgehen, daß die freiwillige Reservehaltung der Finanzintermediäre wegen der mehr langfristig orientierten Geschäftstätigkeit gering ist bzw. un-

1 Vgl. Glöggler,A. = Liquiditätstheorie = 183.

vorhergesehene Nachfrage nach Kasse, z.B. bei Lebensversicherungen, die durch Mortalitätstabellen Schadensfälle relativ sicher vorhersehen können, gering sein wird. Die entsprechende Kassenhaltung kann auch wegen der Unverzinslichkeit als relativ gering angesehen werden und bietet kein großes Potential für die Ausdehnung von Krediten.

Anders wird dies beim Aktiv-Tausch von Wertpapieren in Direktkredite zu bewerten sein. Der Anteil an Wertpapieren an den gesamten Aktiva ist logischerweise als Folge des zu erzielenden Zinsertrages wesentlich größer als der Kassenanteil und bietet ein größeres Potential für einen Aktiv-Tausch. Die höchste Rendite erzielen die Banken, aber auch die Finanzintermediäre, durch Direktkredite. Steigen die Zinssätze, so wird es für sie rentabler, Wertpapiere auch bei Kursverlusten zu veräußern. Werden die Wertpapiere nicht aus exanter Ersparnis, sondern aus "idle balances" erworben, so können die Finanzintermediäre, die diese zufließenden Mittel als Folge vorhandener Kreditnachfrage an aktive Kreditverwender weiterleiten, die Umlaufsgeschwindigkeit erhöhen. In expansiven Phasen bevorzugen die Finanzintermediäre, wie die Banken, die Anlage in Wertpapieren, da eine ausreichende Direktkreditnachfrage nicht vorhanden ist. Das Sinken von v wird dadurch verstärkt.

Ein Verkauf von Wertpapieren wirkt zinssteigernd. Ein restriktiver Effekt auf das Ausgabeverhalten ist allerdings wegen einer geringen Zinselastizität der meisten Ausgabekomponenten nicht zu erwarten. Ein Aktiv-Tausch der Finanzintermediäre kann folglich zu einer verstärkten Nutzung der vorhandenen Geldmenge führen.

3. Folgerungen

Wie wir gesehen haben, kann die Geldpolitik unter bestimmten Voraussetzungen durch die Tätigkeit der Finanzintermediäre beeinträchtigt werden. Eine Geldpolitik, die aggregative Effekte der Finanzintermediäre nicht berücksichtigt, kann zunächst in ihrer Wirkung verzögert werden[1]. Die Finanzinter-

1 Vgl. Dürr,E. = Wirkungsverzögerung = 106ff.

mediäre können den outside lag der Geldpolitik, der als Zeitraum einer Veränderung, z.B. des Geldvolumens oder des Zinsniveaus, bis zur Veränderung des nominellen Bruttosozialprodukts definiert ist, wie gezeigt, verlängern[1]. Mißt die Zentralbank diesem Störfaktor Bedeutung bei, so muß sie die traditionelle Geldpolitik, die auf die Beeinflussung der Geldmenge und des Zinses ausgerichtet ist, ändern und stärker auf die Zinsstruktur, auf die Ertragsraten der Aktiva und auf die Kreditverfügbarkeiten Einfluß nehmen[2]. Da hinter diesen Änderungen der Geldpolitik eine andere geldpolitische Strategie der Verknüpfung von monetären und nichtmonetären Finanzinstituten und dem realen Sektor steht, die auf einer Erweiterung der Arbeiten von J.M. Keynes basiert, wollen wir im nächsten Abschnitt die Bedeutung der Finanzintermediäre in der Konzeption der Keynesianer analysieren und im Gegensatz dazu die Bedeutung der Finanzintermediäre in der monetaristischen Analyse kennen lernen.

---

1 Vgl. Steeb,G. = Time Lags = 37 u. passim.

2 "..., to regard the structure of interest rates, asset yields and credit availabilities rather than the quantity of money as the linkage between monetary and financial institutions and policies on the one hand and the real economy on the other". Tobin,J. = Commercial Banks = 410.

II. Die Bedeutung der Finanzintermediäre in der keynesianischen Theorie

1. Die keynesianische Theorie - zur Orientierung

Üblicherweise werden die Arbeiten von J.M. Keynes in der Form des schon beschriebenen **Paradigmas** von Hicks analysiert. Wir wollen uns dieser Vorgehensweise anschließen. Die Alternativinterpretationen von Keynes, insbesondere die Arbeiten von Leijonhufvud[1], beeinhalten auch Aspekte, die bei einer Erweiterung der Analyse von Hicks Verwendung finden könnten. Die Interpretation von Hicks fand auch bei Keynes selbst Zustimmung[2]. Diese Zustimmung sollte man allerdings nicht überbewerten, da Keynes all jenen Rezensionen zuzustimmen pflegte, die seinem Buch "sympathisch" gesonnen waren[3].

Nach Hicks führten die Arbeiten von Keynes zur Unterscheidung von "Keynes and the Classics" mit dem auf S.19 der Arbeit aufgeführten Merkmalen.

Die Diskussion wurde fortentwickelt durch die sog. neoklassische Synthese, in der ein Gedanke eines Lehrers von Keynes, A. Pigou und anderen[4] aufgenommen wurde, indem die Spar- Vermögensrelation in die Analyse von Hicks integriert wurde. Bei Pigou wurde das Sparen abhängig vom Zinssatz und vom Realwert des privaten Vermögens. Stieg der Realwert des Vermögens, so wurde der Überschuß an potentiellem Sparen über die potentielle Investition beseitigt. Das System tendierte zum Gleichgewicht. Die Rückführung zur Klassik wurde durch Pigou be-

---

1 Vgl. Leijonhufvud,A. = Interpretation =; derselbe = Keynes =. Eine andere Interpretation stammt von Davidson, vgl. Davidson,P. = World =. Die Schwierigkeit,Keynes richtig zu interpretieren, soll auch Winston Churchill schon erkannt haben: "Wenn ich Englands sechs führenden Wirtschaftsexperten eine Frage stelle, bekomme ich immer sieben verschiedene Antworten - zwei davon von Mr. Keynes". Zitiert nach Langelütke,H. = Grenzen = 18.

2 Vgl. hierzu den Brief von Keynes an Hicks vom 31.3. 1937, Keynes,J.M. = Hicks = 79ff.

3 Vgl. Corry,B. = History = 28.

4 Vgl. Pigou,A.C. = Employment = Kap. 7. Ebenso bei Scitovszky, T. = Kapital =; Haberler,G. = Prosperity = 491-503.

werkstelligt[1].

Die Einbeziehung eines disaggregierten Finanzsektors in die keynesianische Lehre wurde erst in den fünfziger Jahren dieses Jahrhunderts vollzogen. Es setzte sich die Meinung durch, daß eine Beeinflussung der Gesamtnachfrage durch den Zins hohe Zinsänderungen erfordere und folglich nicht die Kosten, sondern vielmehr die Menge an Kredit geldpolitisch zu beeinflussen sei. Die Struktur der Aktiva der Banken und der Finanzintermediäre sowie deren Veränderung wurde analysiert und für einen effizienten Instrumenteneinsatz der Geldpolitik verwendet. Im IS-LM-Diagramm kann dadurch die IS-Kurve verschoben werden.

Die verschiedenen Liquiditätstheorien bezweifelten die von Hicks vorgenommene Gleichsetzung der Ertragsraten von bonds und Realkapital und betonten die Ertragsratenunterschiede zwischen den Finanzaktiva und dem Realkapital. Die Geldnachfrage ist nicht mehr wie bei Hicks stabil und zinselastisch. Die Liquiditätstheorien berücksichtigen demzufolge auch Verschiebungen der LM-Kurve.

Die Portfoliotheoretiker, v.a. J. Tobin, berücksichtigen beim Transmissionsprozeß der Geldpolitik eine Vielzahl unterschiedlicher Ertragsraten. Bei der makroökonomischen Modellbildung beschränken sie sich jedoch wie Hicks auch auf einen zu bestimmenden Ertragsratenunterschied, so daß die Analyse von Tobin durchaus im Rahmen der IS-LM-Analyse zu sehen ist. Da Tobin auch Vermögenseffekte berücksichtigt, kommt es zu Verschiebungen der IS- und LM-Kurve.

Leijonhufvud eröffnete die Diskussion darüber, ob das Hicks-Modell eine adäquate Interpretation der Gedanken von Keynes sei (Keynes a Keynesian?). Er lehnt die Interpretation von Hicks ab und versucht zu zeigen, daß Keynes ursprünglich einen Sonderfall der klassischen Analyse darstellt. Einige Gedanken von Leijonhufvud seien erwähnt, die, obwohl der Ansatz von Leijonhufvud auf einer Ungleichgewichtsanalyse basiert, zeigen,

---

1 Zur Synthese von Neoklassik un Hicks, vgl. Morgan,B. = Monetarists = 62ff.

daß die Weiterentwicklung der Arbeiten von Keynes bis hin zu Tobin auch schon im ursprünglichen Werk (sog. keynessche Interpretation durch Leijonhufvud) vorhanden sein könnten. Erstens die Theorie der Liquiditätspräferenz wurde von Keynes nicht auf die Geldnachfrage beschränkt. Er hat folglich auch nicht bloß einen Ertragsratenunterschied zwischen Geld und bonds erklärt, sondern er unterscheidet zwischen Gütern (einschl. Finanzaktiva) mit hoher und niedriger Zinselastizität. Die relativen Preise spielten schon bei Keynes eine wichtige Rolle. Zweitens die Definition der Geldmenge war folglich nicht bloß auf M_1 beschränkt, sondern enthält alle Arten von Depositen, u.a. auch Schatzwechsel. Die relevante Geldmenge ist nicht mehr exogen wie bei Hicks, sondern wird von der Geldnachfrage der Wirtschaftssubjekte bestimmt.

Wesentliches Charakteristikum der keynesianischen Analyse ist die Berücksichtigung institutioneller Details, denen aggregative Effekte zuerkannt werden. Beispielhaft sei auf die Darstellung von Smith,W.L. verwiesen, der die Aktivitäten der Finanzintermediäre auf dem Hypothekenmarkt schildert[1].

2. Berücksichtigung der Finanzintermediäre als Kritik am Ansatz von Keynes

a) Die Bedeutung der Finanzintermediäre im Rahmen der Kreditverfügbarkeitstheorie[2]

In den fünfziger Jahren setzte sich die Ansicht durch, daß gewisse Ausgaben nicht genügend zinsreagibel seien. Da Anfang der fünfziger Jahre die angestrebte Konjunkturdämpfung in den USA fehlschlug, wurden die grundlegenden Elastizitätsbedingungen des Keynes- (Hicks-) Modells auch für die Hochkonjunktur angezweifelt. Die Zinselastizität der Kreditnachfrage war relativ gering, so daß eine Verringerung des Kreditangebots sich vorwiegend in einer Zinserhöhung und

1 Vgl. Smith,W.L. = Geldpolitik = 107ff.

2 Einen hervorragenden Überblick zu dieser Theorie gibt Baltensperger, vgl. Baltensperger,E. = Issues =. Eine theoretische Darstellung der Kreditverfügbarkeitstheorie sowie deren institutionelle Voraussetzungen in Europa findet man bei Streissler,E. u. Tichy,G. = Kreditmarkt =.

nur wenig in einer Verringerung des Kreditvolumens niederschlug.

Man versuchte folglich die Lehre von Keynes in ein monetäres Steuerungskonzept einzubeziehen, in dem institutionelle Gegebenheiten berücksichtigt wurden[1]. Dies geschah vorwiegend über die Einbeziehung eines disaggregierten Finanzsektors einer Volkswirtschaft. Einen Versuch stellt die Einschränkung der Kreditverfügbarkeit für die Wirtschaftssubjekte und der Verzicht auf hohe Zinsvariationen dar.

Neben den Banken berücksichtigt die Kreditverfügbarkeitstheorie auch die durch die Finanzintermediäre bewirkte Enthortung von "idle balances", d.h. die Zinsüberbietung der Bankeinlagen und dem damit verbundenen Mittelzufluß zu den Finanzintermediären sowie dem möglichen Abbau von Kassen- und Wertpapierbeständen in restriktiven Phasen der Geldpolitik und der daran anschließenden Mittelverwendung durch die Kreditvergabe an die Wirtschaftssubjekte[2].

Die Kreditverfügbarkeit der Investoren ist die Größe, die die Geldpolitik zu beeinflussen hat. Sie wird bestimmt durch die Summe aus geplanter Ersparnis, Enthortung durch die Finanzintermediäre sowie die multiple Kreditschöpfung der Banken. Befinden wir uns in einer Situation, in der die exante Investition größer ist als die exante Ersparnis, so entscheidet das durch die Banken und die Finanzintermediäre bereitgestellte Finanzierungspotential über die Realisierung der Investition. Eine Verringerung der Investitionen läßt sich nur erreichen, wenn die Notenbank das gesamtwirtschaftliche Kreditangebot von Banken und Finanzintermediären niedriger hält, als die vorhandene inflatorische Lücke.
Es muß gelten[3]: $(I_{ex} - S_{ex}) > KA$, wobei das Kredit-

---

1 Vgl. Kath,D. = Grundlagen = 341.

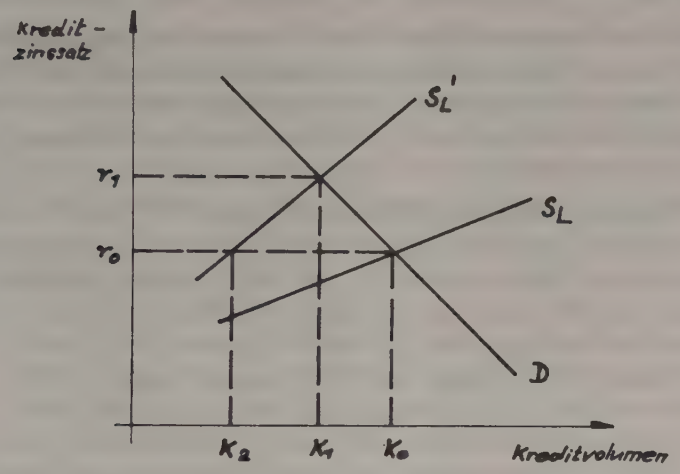
2 Vgl. hierzu u.a. Smith,W.L. = Effectiveness =.

3 Diese skizzierte sog. loanable funds Theorie ist eine Zinstheorie, die das Nachfrageverhalten erklärt. Die Einbeziehung der Kreditverfügbarkeitstheorie in die loanable funds Theorie ist insofern problematisch, als erstere einer Erklärung für die Beeinflussung des Volumens an Finanzierungsmitteln dient und nicht die Gründe der Ausgabe- oder Sparentscheidungen der Wirtschaftssubjekte zum Inhalt hat. Vgl. hierzu Voß,P. = Ausgestaltung =.

angebot (KA) mit den Investitionsausgaben positiv korreliert, d.h. $\frac{\partial I}{\partial KA} > 0$.

Bei zinselastischer Kreditnachfrage (vgl. Abb. 4) bewirkt

Abbildung 4: Verfügbarkeits- und Rationierungseffekte



die Geldpolitik eine Verringerung des Kreditvolumens von K_o nach K_1 als Folge einer Verschiebung der Kreditangebotskurve S_L nach S_L' (availability-Effekt). Es kann jedoch zu einem rationing-Effekt kommen, der bei Konstanz des Zinssatzes r_1 das Kreditvolumen von K_1 nach K_2 zusätzlich verringert[1].

In der Literatur werden hierfür mehrere Gründe genannt[2]. Neben oligopolistischem Zinswettbewerb, bei dem unter Umständen keine Zinserhöhungen vorgenommen werden sowie einer zeitlichen Verzögerung der Anpassung des Zinssatzes von r_o auf r_1 und einer in restriktiven Phasen der Geldpolitik verstärkten Bonitätsüberprüfung der Kreditnachfrager, kann die Geldpolitik diese Kreditverfügbarkeitseffekte bewirken, indem sie auf das Finanzierungspotential von Banken und Finanzintermediären durch die Beeinflussung der Portfoliostruktur einwirkt.

---

1 Zur Unterscheidung von rationing- und availability-Effekt siehe Chick,V. = Theory = 62ff.

2 Vgl. Pohl,R. = Transmissionsmechanismen = 4ff.

Der Nachteil der Kreditverfügbarkeitstheorie liegt darin, daß sie auf Expansionsprozesse der Geldpolitik nicht anzuwenden ist, da bei dieser Theorie das reale Ungleichgewicht zwischen I_{ex} und S_{ex} eine Überschußnachfrage nach Kredit voraussetzt und dies in expansiven Phasen der Geldpolitik nicht anzutreffen ist.

Eine wirksame Geldpolitik bewirkt im Rahmen der Kreditverfügbarkeitstheorie eine Linksverschiebung der IS-Kurve insoweit, als die Kreditverfügbarkeit als Determinante der Investitionsausgaben berücksichtigt wird. Das Gleichgewichtseinkommen und der Zinssatz sinken.

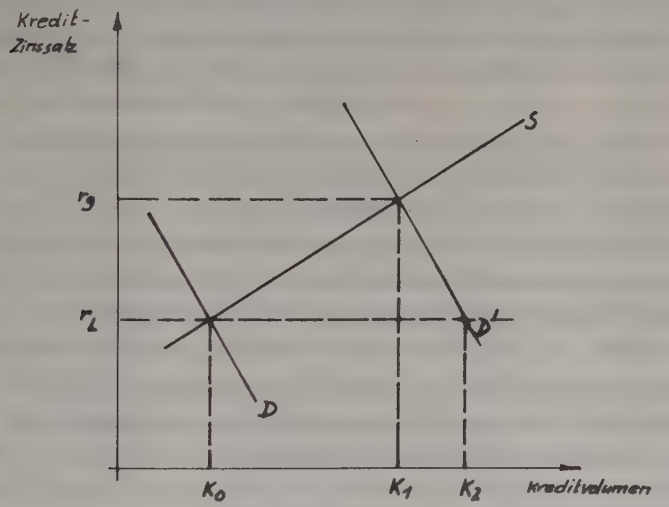
Im Mittelpunkt der geldpolitischen Strategie der Kreditverfügbarkeitstheorie steht die Beeinflussung der Zinsstruktur durch die Instrumente der Geldpolitik. Die sog. availability doctrine ist hierfür ein gutes Beispiel. Mit dieser in den USA entwickelten Strategie sollte versucht werden, durch eine "schrittchenweise" Erhöhung der Zinsen, die Banken und die Finanzintermediäre von einem Verkauf der Wertpapiere abzuhalten, da der Zinsanstieg den Kurswert langfristiger Schuldtitel mindert und die Finanzinstitute diese Kapitalverluste nicht realisieren wollen und folglich keine zusätzlichen Direktkredite vergeben werden. Dadurch würde gleichzeitig auch der Liquiditätsgrad der Aktivaanlagen vermindert.

Die Aufgabe der Geldpolitik bestand in den USA nach dem 2. Weltkrieg in der Kurssicherung der Staatsschuld, so daß die Geldpolitik keine großen Zinssprünge zulassen konnte. Die Crux dieser Geldpolitik lag in der Annahme, daß die Finanzinstitute durch geringe Zinssteigerungen und der damit verbundenen Kursverluste der Wertpapiere ihre Kredite an die Wirtschaftssubjekte einschränken würden. Wie wir schon im Abschnitt über die Beeinflussung der Einkommensgeschwindigkeit des Geldes durch die Finanzintermediäre gesehen haben, ist jedoch vielmehr zu erwarten, daß selbst der Verlust beim Verkauf der Wertpapiere die Finanzinstitute, zumal in der Hochkonjunktur bei einer intensiven Kreditnachfrage, nicht davon abhält, höhere Erträge der Direktkreditvergabe zu realisieren. Die Aussagen der availability doctrine setzen in gewisser Weise auch ein unfähiges Management der Banken und

der Finanzintermediäre voraus. Ist es doch seine Aufgabe, bei den Wertpapieren eine optimale Portfoliostruktur zu erreichen, d.h. die Aktivaanlagen so zu assortieren, daß aus den fällig werdenden Titeln ein stetiger Liquiditätsstrom bei respektabler Rendite zufließt; umso größer die Wertpapierbestände sind, umso leichter ist dies möglich.

Die Zinsstruktur kann auch durch administrative Festlegungen von Zinshöchstvorschriften berührt werden, die nur in restriktiven Phasen der Geldpolitik wirksam sein können. Beschränkungen für Kreditzinsen bei zunehmender Kreditnachfrage sind in folgender Darstellung abgebildet[1].

Abbildung 5: Zinshöchstvorschriften und Kreditverfügbarkeit



Der Gleichgewichtszins liegt bei r_g. Befriedigt wird jedoch nur das Kreditvolumen K_o. Die Zinshöchstvorschriften schränken das Kreditvolumen um K_1-K_o ein. Der availability-Effekt beträgt K_2-K_1.

Zinshöchstvorschriften für Einlagen bewirken zwei wesentliche Effekte. Erstens wenn das Einlagenzinsniveau über eine be-

1 Vgl. Chick,V. = Theory = 66.

stimmte Höhe nicht mehr steigen kann, so wird das Publikum Alternativanlagen für seine Ersparnisse suchen (z.B. Staatsschuldtitel). Den Finanzinstituten fließen weniger Mittel zu, die sie als Kredite vergeben können (sog. Financial Disintermediation). Zweitens sind die Zinshöchstvorschriften nur auf die Banken beschränkt, so wird davon die Kreditvergabe der Finanzintermediäre bei Einlagenumschichtungen profitieren bzw. bei strengeren Zinshöchstvorschriften für Banken i.Vgl. zu den Finanzintermediären wird eine ähnliche Wirkung eintreten, wenn die Zinsdifferenz die Liquiditätseinbuße der Anlage bei Finanzintermediären übertrifft.

Eine weitere Möglichkeit zur Beeinflussung der Zinsstruktur[1] ist eine Ausdehnung der Mindestreserveanforderungen auch auf die Finanzintermediäre. Einlagenmindestreserven haben hierbei den Nachteil, daß sie auf Portfolioumschichtungen nicht wirken. Sind die Passivmindestreserven für die Finanzintermediäre genau so hoch wie für die Banken, so wird den Finanzintermediären die Möglichkeit genommen, wegen niedriger Reservehaltung, zusätzliche Kredite zu gewähren.

Die Kreditvergabe aller Finanzinstitute könnte auch durch die Auferlegung von Aktivmindestreserven auf den Bestand oder auf den Zuwachs eingeschränkt werden. Auch ein Kreditplafond wurde im Rahmen der Kreditverfügbarkeitstheorie diskutiert.

Eine weitere Möglichkeit der Kreditkontrolle wäre ein Liquiditätsreservesatz ohne die Verpflichtung für die Finanzinstitute, Zentralbankgeld zu unterhalten[2].

b) Finanzintermediäre und Liquiditätstheorie

(1) Die "whole liquidity position"

1959 wurde der Radcliffe Report in Großbritannien veröffent-

1 Zu den möglichen Instrumenten siehe Tudyka, K.P. = System = Kap. V sowie Voß, P. = Ausgestaltung = 165ff.

2 Vgl. Tobin, J. = Grundsätze = 80.

licht[1]. Die Aussagen dieses Berichts haben zu einer umfangreichen Diskussion geführt und sind aus heutiger Sicht nicht mehr nur von historischem Interesse[2]. Dies zeigt sich auch bei der Berücksichtigung der Finanzintermediäre durch den Radcliffe Report.

Schon die Analyse von Gurley/Shaw hat, wie dargelegt, auf die Bedeutung der Finanzstruktur für die Effizienz der Geldpolitik aufmerksam gemacht; insofern besteht eine Ähnlichkeit zwischen dem Radcliffe Report und den Arbeiten von Gurley/Shaw. Die beiden Ansätze unterscheiden sich jedoch im zugrundegelegten analytischen Rahmen. Bei Gurley/Shaw werden in erster Linie die störenden Einflüsse einer Änderung der Finanzstruktur für ein optimales Wirtschaftswachstum analysiert. Beim Radcliffe Report steht die Substitution zwischen Geld und anderen Finanzaktiva und deren Wirkungen auf die Effizienz der Geldpolitik im Vordergrund.

Die wesentlichen Aussagen des Radcliffe Reports sind:
Das Ausgabeverhalten der Wirtschaftssubjekte wird durch die "whole liquidity position" beeinflußt und nicht durch die Geldmenge. Die gesamtwirtschaftliche Liquidität kann durch eine Veränderung der Zinssätze beeinflußt werden. Der Zinssatz ist jedoch keine entscheidende Determinante des Investitionsverhaltens (Z. 397).

Der Nachteil dieser Feststellungen und des gesamten Berichts ist die mangelnde theoretische Fundierung, die erst durch spätere Interpretationen, vor allem von R.S. Sayers, dem wohl wichtigsten Mitverfasser des Reports, vorgenommen wurden.

Die Liquiditätstheorie des Radcliffe Reports[3] richtet sich

---

1 Vgl. Committee on the Working of the Monetary System = Report =, Lord Radcliffe oblag der Vorsitz der Untersuchungskommission. Bei Zitaten aus diesem Bericht verweisen wir in diesem Abschnitt in Klammern auf die jeweilige Ziffer des Berichts.

2 Im Gegensatz hierzu billigt Gordon in einer Hochphase des Monetarismus dem Radcliffe Report nur noch historische Bedeutung zu, vgl. Gordon,S. = Inquiries = 976.

3 Dem Ansatzpunkt der Liquidität widmen sich auch andere Autoren, vgl. Hicks,J.R. = Suggestion =; Mc Kean,R.N. = Liquidity =; Schmölders,G. = Liquiditätstheorie =; Stützel, W. = Saldenmechanik =; Veit,O. = Liquidität =. Die Diskussion über die Liquidität als Ansatzpunkt der Geldpolitik wurde jedoch durch den Radcliffe Report angeregt.

demzufolge gegen die Annahme einer stabilen zinselastischen Geldnachfrage in der keynesianischen Liquiditätspräferenztheorie und berücksichtigt Verschiebungen der LM-Kurve. Sind im Modell von Hicks langfristige Wertpapiere und Realkapital vollkommen substitutiv (d.h. gleiche Ertragsrate für beide Aktiva), so kann der Radcliffe Report dahingehend interpretiert werden, daß die Geldmenge im engeren Sinne (M_1) sowie die Geldsubstitute, z.B. Bauspareinlagen, vollkommen substitutiv sind[1]. Eine Offenmarktpolitik bewirkt folglich nur eine Änderung der Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Liquidität und hat keine Wirkungen auf den realen Bereich einer Volkswirtschaft. Diese Interpretation wird auch als "extreme Radcliffe doctrine" bezeichnet[2]. Danach gäbe es zwischen den Banken und den Finanzintermediären im Radcliffe Report keinerlei Unterschiede. Dies ist jedoch keine adäquate Erklärung für die Bedeutung der Finanzintermediäre innerhalb dieses Berichts.

Es ist zwar richtig, daß der Radcliffe Report sowohl den Banken als auch den Finanzintermediären die Fähigkeit zur Beeinflussung der "whole liquidity position" zuerkennt (Z. 392). Die Banken nehmen aber auch im Radcliffe Report eine Sonderstellung ein, nicht deswegen, weil sie Geldschöpfung betreiben können, sondern weil sie der bedeutendste Kreditanbieter des Finanzsektors in Großbritannien sind. Die geldpolitische Kontrolle der Banken ist die logische Folge: "We emphasize that any such special concern, and any such extreme measures, are to be aimed at the banks as key lenders in the system, and not at the banks as "creators of money". It is the level of bank advances rather than the level of bank deposits that is the object of this special interest" (Z. 395). Eine funktionale Trennung von Banken und Finanzintermediären nimmt

1 Vgl. Kösters,W. = Grundlagen = 61f. Hierzu braucht man nicht, wie Kösters dies getan hat, auf Tobin zu verweisen. Eine Lektüre des Radcliffe Reports zeigt, daß dieser Bericht von einer grenzenlosen Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes ausgeht: "...we cannot find any reason ,...that there is any limit to the velocity of circulation" (Z. 391).

2 Vgl. Lamfalussy,A. = Money Substitutes = 44ff.

der Radcliffe Report nicht vor, sondern betont, daß es keine "firm line of division" (Z. 315) gibt.

Der wesentliche Nachteil des Radcliffe Reports ist die adäquate Definition der "whole liquidity position". Da neben objektiven Bestandteilen der gesamtwirtschaftlichen Liquidität, wie z.B. dem Bargeld, den Sichtdepositen bei Banken und den Einlagen bei Finanzintermediären (Z. 381), deren Liquidität durch die unterschiedliche Fristigkeit (kurzfristige Anlagen erbringen eine geringere Verzinsung, längerfristige Anlagen werden höher verzinst) einigermaßen quantifizierbar sind, auch subjektive Bestandteile wie Stimmungen (moods, Z. 389) die "whole liquidity position" beeinflussen, deren Quantifizierung nur schwer möglich ist oder allenfalls durch Zinserwartungen einigermaßen zu erklären sind, kann die gesamtwirtschaftliche Liquiditätsposition nicht gemessen werden.

Wesentlicher Bestandteil der subjektiven Komponente ist ein Vermögenseffekt, der durch die gegensätzlichen Interessen von Kreditgeber und Kreditnehmer entsteht. Für den Gläubiger verspricht ein privates Wertpapier die Zahlung eines Geldbetrags bei Fälligkeit. Der Schuldner verknüpft mit dem Wertpapier einen Illiquiditätsgrad, da er bei Fälligkeit zur Zahlung verpflichtet ist. Ist der Liquiditätsgewinn des Kreditgebers größer als der Illiquiditätsgrad des Schuldners, so entsteht ein Vermögenseffekt, der ausgabenanregend wirken kann[1].

Die Finanzintermediäre können diese subjektive Komponente der Liquidität beeinflussen, indem sie die erwähnte Differenz der subjektiven Einschätzung der Liquiditätsgrade durch Sparer und Investoren vergrößern. Insofern sei auf die Vorzüge der Existenz von Finanzinstituten im Rahmen eines Finanzsektors verwiesen, die wir im Teil A der Arbeit behandelt haben. Der Illiquiditätsgrad des Schuldners wird geringer, der Liquiditätsgrad der Forderungen des Sparers steigt.

Die Finanzintermediäre können aber auch die objektive Komponente der Liquidität beeinflussen, indem eine Zunahme ihres Wachstums i.Vgl. zu den Banken, die Liquidität der Wirtschaft steigert, wenn ihre Geldsubstitute i.Vgl. zu den Banken einen

---

1 Vgl. Claassen,E.M. = Probleme = 211ff.

relativ hohen Liquiditätsgrad haben und folglich weniger Geld nachgefragt wird.

Konjunkturell[1] gesehen nimmt die Kreditwürdigkeit im Aufschwung zu und in der Rezession ab. Forderungen sind in der Hochkonjunktur sehr gute Geldsubstitute, Schulden erfordern aus Liquiditätsgründen nur eine geringe Reservehaltung. In der Rezession verhält es sich umgekehrt. Forderungen sind schlechte Geldsubstitute, da die Aktiva liquidiert werden. Für die Schulden müssen mehr Reserven gehalten werden. Der Liquiditätsgrad von Geldsubstituten der Finanzintermediäre verhält sich prozyklisch. Die Geldpolitik, die sich nur an der Geldmengenbeeinflussung orientiert, scheitert. Cramp hat das Liquiditätsprinzip mit einem Luftballon verglichen, der beim Drücken auf einer Seite auf der anderen an Umfang zunimmt[2].

Abschließend sei noch der Einwand geprüft, daß der Radcliffe Report nicht in der Tradition der Analyse von Keynes stehen würde, da dieser die Finanzaktiva in Geld und Nichtgeld (bonds) eingeteilt hätte[3]. Diese Trennung beruht auf der Hicksschen Interpretation von Keynes, die, wie wir einleitend gesehen haben, nicht unbedingt die ursprünglichen Gedanken von Keynes beinhalten. Selbst diese restriktive Interpretation von Hicks ist jedoch vereinbar mit dem Radcliffe Report. Auch dieser Bericht stellt nämlich die Sonderstellung der Geldmenge heraus, indem er die Zahlungsmittelfunktion des Geldes besonders betont. "... there are many highly liquid assets which are close substitutes for money, as good to hold and only inferior when the actual moment for a payment arrives" (Z. 392). Der obige Einwand scheint auf einem falschen Verständnis des unten zitierten Aufsatzes von Sayers zu beruhen, der Keynes die traditionelle Trennung zwischen Geld- und Nichtgeldfinanzaktiva unterstellt, aber eindringlich betont, daß Keynes, wenn wir uns noch einmal die Banking-Currency-Kontroverse in Erinnerung rufen, die besondere Bedeutung des Bankengeldes herausstellt und dabei schon i.

---

1 Vgl. Mc Kean,R.N. = Liquidity = 514f.

2 Vgl. Cramp,A.B. = Two Views = 5.

3 Siehe hierzu die Stellungnahme von Artis,J.M. = Liquidity = 348 zu Sayers,R.S. = Geldtheorie = 1o7.

Vgl. zur älteren Quantitätstheorie nicht mehr das Bargeld in den Vordergrund seiner Analyse stellt, sondern die institutionelle Veränderung des Finanzsektors berücksichtigt, in dem das Bankengeld eine enorme Bedeutung gewonnen hatte. Ein aufmerksames Lesen des Aufsatzes von Sayers weist demzufolge den Radcliffe Report als durchaus in der Tradition von Keynes stehend aus, da dieser die weitere institutionelle Entwicklung des Finanzsektors, insbesondere das Wachstum der Finanzintermediäre, herausstellt und uns, wie im nächsten Abschnitt gezeigt werden wird, zur wesentlichen Erkenntnis des Radcliffe Reports und seiner auch heute noch bestehenden Relevanz führt.

(2) Instabile Entwicklung zwischen den Verbindlichkeiten der Finanzinstitute und geldpolitische Konsequenzen

Gegen die Aussagen des Radcliffe Reports wurden Einwände erhoben, die die Unbrauchbarkeit des Liquiditätskonzepts für eine geldpolitische Strategie betonten[1]. Dies ist ohne Zweifel richtig, kann aber nicht als der wesentliche Einwand gegen den Radcliffe Report gewertet werden. Der Radcliffe Report muß vielmehr als Antwort auf die Aussagen der älteren Quantitätstheorie gesehen werden[2].

Nach dem Radcliffe Report gibt es in der Welt, in der wir leben, keine scharfen Trennungen. Die Verbindlichkeiten von Banken und Finanzintermediären sind untereinander substituierbar, so daß ein Liquiditätsdruck bei den Banken nicht sofort einen Druck auf die Gesamtnachfrage verursacht, da dann Finanzintermediäre zusätzliche Mittel zur Verfügung stellen können[3].

Die Currency-Schule hat scharfe Trennungslinien und starre proportionale Verhältnisse zwischen der Geldnachfrage und

1 Vgl. hierzu stellvertretend Paish,F.W. = Liquidität =; Gaskin,M. = Mechanism =; Seldon,A. = Unanimous =.

2 Ebenso bei Chick,V. = Theory = 58.

3 Vgl. Sayers,R.S. = Geldtheorie = 107.

der Nachfrage nach Geldsubstituten vorausgesetzt. Das wesentliche Ergebnis des Radcliffe Reports besteht in der Erkenntnis, daß zwischen den Finanzinstituten ein instabiles Verhältnis besteht und daß erstmalig im Rahmen einer geldtheoretischen Konzeption die Tendenz zu immer zahlreicheren, verschiedenartigeren Finanzinstituten zur Kenntnis genommen wird.

Das Ziel des Radcliffe Reports ist es demzufolge auch nicht, irgendein Patentrezept, wie es z.B. die Quantitätstheorie mit der Sonderstellung der Geldmenge tat, zu empfehlen. Die negative Feststellung eines instabilen Verhältnisses der Finanzinstitute dient sehr wohl der positiven Orientierung. Die jahrhundertealte Ausrichtung der Geldpolitik auf die Banken wird aufgehoben. Eine Theorie, die auf die Gleichartigkeit aller Finanzinstitute zielt, kann notgedrungen nicht eine Größe, wie z.B. die Liquidität, konkret quantifizieren, die die Wirkungen auf den realen Bereich einer Volkswirtschaft beschreibt. Die Wahl des unbestimmten Begriffs "whole liquidity position" bringt dies zum Ausdruck und dient als Auffangbecken gegenüber den Zweifeln an der Quantitätstheorie, die den Stein der Weisen entdeckt zu haben glaubt.

Eine geldpolitische Strategie ist auf Grund des Fehlens einer Orientierungsgröße für die Geldpolitik nicht möglich, trotz allem ergeben sich geldpolitische Konsequenzen aus dem Radcliffe Report.

Im Vordergrund der Geldpolitik steht die Begrenzung der Kreditverfügbarkeit der Wirtschaftssubjekte, insofern könnten die Instrumente, die wir bei der Behandlung der Kreditverfügbarkeitstheorie erwähnten, auch im Sinne des Radcliffe Reports Anwendung finden, obwohl dieser hierzu keine konkreten Vorstellungen entwickelt hat, außer, daß der Bankenkredit und der Konsumentenkredit besonders kontrolliert werden sollten (Z. 524). Diese Kreditkontrolle sollte allerdings nur für "emergency measures" (Z. 520) angewandt werden. Ansonsten hat die Geldpolitik die Aufgabe, die Zinsstruktur durch Veränderungen der durchschnittlichen Laufzeit der Staatsschuld zu verändern. Galt die Kreditverfügbarkeitstheorie nicht als Nachfragetheorie, so versucht der Radcliffe Report auf die Kauf- und Investitionsentscheidungen über

die subjektive Liquiditätskomponente Einfluß zu nehmen.

Versucht man die Liquiditätsgröße zu quantifizieren und zählt man zur Liquidität der Nichtbanken neben dem Bargeld der Haushalte und nichtfinanziellen Unternehmen auch die in ihrem Besitz befindlichen Schuldtitel (einschließlich Depositen bei Banken und Geldsubstituten der Finanzintermediäre), dann entspricht dies der konsolidierten Verschuldung des Finanzsektors gegenüber den Nichtbanken, d.h. der Kreditaufnahme beim Finanzsektor, so daß das Liquiditäts- und Verfügbarkeitskonzept zwei Seiten derselben Medaille sind.

c) Eine Synthese von Kreditverfügbarkeits- und Liquiditätstheorie - der Paralleleffekt

Eine besondere Art der Verbindung von Kreditverfügbarkeits- und Liquiditätstheorie enthält die Analyse des deutschen Geldtheoretikers C. Köhler.

Von besonderem Interesse für unsere Arbeit ist dabei die Erkenntnis von Köhler, daß in seinem Liquiditätssaldokonzept die Finanzintermediäre keinerlei aggregativen Effekte haben. Dies ist umso erstaunlicher, als die Arbeiten von Köhler in keynesianischer Tradition stehen. Das theoretische Konzept berücksichtigt als Übertragungsgröße monetärer Impulse in den realen Bereich die Kreditkosten und das Kreditvolumen und übernimmt damit wesentliche Teile der Kreditkosteninterpretation des Zinssatzes und was das Kreditvolumen anbelangt, wesentliche Teile der Kreditverfügbarkeits- und des Liquiditätsansatzes. Ein weiteres keynesianisches Element stellt die Berücksichtigung der jeweiligen konjunkturellen Ausgangslage dar. Die Geldpolitik ist nicht regelgebunden, sondern hat auf Fehlentwicklungen zu reagieren[1].

Im Mittelpunkt seiner Theorie stehen die Kreditschöpfungsmöglichkeiten der Banken oder anders ausgedrückt, die Kreditverfügbarkeit der Nichtbanken, die durch die Beeinflussung der Bankenliquidität zu steuern ist. Die Kreditverfügbarkeitstheorie wird eingeengt auf die Betrachtung der Banken. Die Liquiditätstheorie wird beschränkt auf den Liquiditätsstatus der Banken.

1 Vgl. Köhler,C. = Probleme = 12.

Primär durch die Geldpolitik zu beeinflussende Größe ist der sog. Liquiditätssaldo. Hierunter versteht Köhler die Differenz der Einlagen von Nichtbanken bei Banken und der Kredite der Banken an die Nichtbanken. Dies ist identisch mit der Summe aus Mindest- und Überschußreserven, inländischen Geldmarktpapieren und dem Refinanzierungsspielraum in der Bilanz der Zentralbank[1].

Nach Köhler werden die Zahlungen in einer Volkswirtschaft mit vorhandenem Geld (Kassenhaltung), welches sich dem Einfluß der Zentralbank weitestgehend entzieht sowie durch die Kreditschöpfung der Banken erfüllt. Der Kreditschöpfungsspielraum der Banken wird durch die Steuerung des Liquiditätssaldos mit der Geldpolitik der Zentralbank bestimmt.

Köhler betrachtet die Finanzintermediäre als Nichtbanken bei denen es ex definitione keine Kreditschöpfung gibt[2]. Sie können nur über Gelder verfügen, die ihnen Dritte bereitstellen[3]. Allerdings erkennt er auch die Gefahr, die eine Zunahme der Mittelkonzentration auf die Finanzintermediäre i. Vgl. zu den Banken für die Effizienz der Geldpolitik bedeutet. Sie können Umfang und Richtung der Geldströme beeinflussen und unterliegen nicht den direkten kreditpolitischen Kontrollen durch die Zentralbank[4]. Eine direkte Kontrolle der Finanzintermediäre ist allerdings nach Köhler auch bei einer Zunahme der Bedeutung der Finanzintermediäre nicht nötig, da der sog. Paralleleffekt die monetären Märkte miteinander verbindet.

Der Paralleleffekt[5] will sagen, daß auf allen monetären Märkten, einschließlich der Einlagen- und Kreditmärkte der Finanzintermediäre, für alle Transaktionen Noten, Münzen oder Sichteinlagen bei Banken erforderlich sind. Werden z.B. Versicherungsprämien bezahlt oder Investmentzertifikate abgesetzt, so ist hierfür Geld erforderlich. Ist aber auf allen

---

1 Vgl. Köhler,C. = Thesen = 33.

2 Vgl. Abschnitt A der Arbeit, Köhler vertritt die Konzeption A bei der Begriffsbildung.

3 Vgl. Köhler,C. = Geldwirtschaft = 147.

4 Vgl. ebenda

5 Vgl. ebenda, 148ff.

Märkten Geld erforderlich, so reicht es aus, das Geldangebot durch die Steuerung des Liquiditätssaldos zu beeinflussen. Eine Veränderung der Nettoposition der Nichtbanken regt den Bankeinlagen- und Bankkreditmarkt sowie die Märkte an, bei denen Finanzintermediäre beteiligt sind. Der Paralleleffekt bedeutet im Endeffekt, daß die Entwicklungen des Kapitalmarkts in Abhängigkeit vom Geldmarkt gelangen. Die Zentralbank kann dann die Finanzintermediäre über den Geldmarkt indirekt beeinflussen. Die Finanzintermediäre erzeugen keine aggregativen Effekte.

Abschließend erscheinen hierzu zwei Bewertungen notwendig: Erstens Köhler übernimmt die schon von der Quantitätstheorie besonders betonte Zahlungsmittelfunktion des Geldes und stellt diese in den Mittelpunkt seiner Arbeiten. Allerdings haben wir im vorigen Abschnitt gezeigt, daß auch der Radcliffe Report für den Moment der Zahlung der Geldmenge eine Sonderstellung einräumt (Z. 392). Insofern ergibt sich sogar eine Verbindung eines Elements der Quantitätstheorie mit der Analyse des Radcliffe Reports[1].

Zweitens scheint Köhler den relativen Zinseffekten oder institutionellen Besonderheiten, die zu kurzfristigen Umschichtungen zwischen Bankdepositen und Geldsubstituten der Finanzintermediäre führen können, keine besondere Bedeutung beizumessen. Dies ist nicht haltbar, da, wie im Teil B I. der Arbeit gezeigt wurde, selbst ein proportionales Verhältnis zwischen der Entwicklung der Bankdepositen und der Geldsubstitute der Finanzintermediäre beim Vorliegen von relativen Zinseffekten die Effizienz der Geldpolitik nicht garantiert.

d) Finanzintermediäre im Rahmen der "New View"-Analyse

Da der Radcliffe-Ansatz wegen des nicht quantifizierbaren Liquiditätskonzepts für eine geldpolitische Strategie unbrauchbar war, liegt die wesentliche Bedeutung dieses Ansatzes in der wegbereitenden Funktion für die Übertragung der Portfoliotheorie auf gesamtwirtschaftliche Zusammen-

1 Dies darf nicht dazu führen, daß Köhler als Anhänger der Quantitätstheorie zu bezeichnen ist. Er richtet sich, wie gezeigt, vielmehr am Radcliffe Report aus und steht folglich in keynesianischer Tradition, zur Bestätigung siehe Monissen,H.G. = Kreditpolitik = 137.

hänge[1], die ihrerseits wiederum als verspätete Lieferung der intellektuellen Grundlagen des Radcliffe Reports interpretiert werden kann[2].

Der Begriff "New View" wurde von Tobin geprägt[3]; inhaltlich läßt sich der New View zurückführen auf die Arbeiten von Gurley/Shaw[4]. Die geldtheoretische Relevanz der New View wurde außer von Tobin auch von einer Reihe anderer Autoren dargestellt[5]. Wir wollen uns auf die Analyse von Tobin und seinen Anhängern (sog. Yale-School) beschränken, da diese richtungsweisend für die Diskussion zwischen Monetaristen und Keynesianern wurde.

(1) Die Struktur des Transmissionsprozesses bei Tobin[6]

Die Theorie der relativen Preise ist die Grundlage für die Transmissionsprozesse bei Tobin. Ein i.Vgl. zu den Realaktiva größerer oder zunehmender Ertrag auf finanzielle Anlagen erhöht die Nachfrage der Wirtschaftssubjekte nach diesen Finanzaktiva und reduziert damit die Ausgabenneigung. Die optimale Vermögensstruktur ist erreicht, wenn sich die Grenzerträge der Alternativanlagen ausgleichen.

Das wesentliche Merkmal der Arbeiten von Tobin ist die endgültige Ablösung der monetären Analyse von den am Einkommenskreislauf orientierten Stromgrößen und die besondere Betonung eines breiten Spektrums von Vermögensbeständen.

---

1 Vgl. Kath,D. = Grundlagen = 353.

2 Vgl. Johnson,H.G. = Developments = 198.

3 Vgl. Tobin,J. = Commercial Banks = 410ff.

4 Siehe den Aufsatz von Coghlan,R.T. = New View =.

5 Siehe hierzu die Literaturangaben in der Fußnote 1 der Arbeit von Brunner, vgl. Brunner,K. = Rolle = 356. Besonders hervorzuheben ist die Arbeit von Gramley/Chase, die auch empirische Evidenz enthält, vgl. Gramley,L.E. u. Chase,S.B. = Time Deposits =.

6 Diese Prozesse findet man am ausführlichsten geschildert in Tobin,J. = Money =; derselbe = Monetary Policy =; Tobin,J. u. Dolde,W.C. = Wealth =.

Im Gegensatz zu Keynes (Hicks) berücksichtigt er nicht nur den Ertragsratenunterschied zwischen Geld und bonds, sondern mehrere Ertragsratenunterschiede, die vom Geld (Zinssatz = Null gesetzt) bis zur Grenzproduktivität des Realkapitals reichen. Die Zinsstruktur wird dabei von den relativen Angeboten der Aktiva bestimmt, die nicht vollkommen substituierbar sind. Dieses keynesianische Element verbindet Tobin mit dem Cambridge-Ansatz der Neoklassik[1], bei dem die Kassenhaltung und das Halten von Realkapital die einzigen Anlagenalternativen sind. Tobin baut auf diesem Geld- Kapitalmodell auf, indem er den sog. supply price of capital (r_{RK}) als wesentliche Verbindungsgröße zwischen monetärem und realem Sektor betrachtet und nicht den langfristigen Zinssatz als Ansatzpunkt der Geldpolitik ansieht.

Im Mittelpunkt des Transmissionsprozesses steht der Quotient $q = R/r_{RK}$, wobei R die für Investitionen in neu produziertes Realkapital relevante erwartete Grenzertragsrate ist, die vorwiegend technisch bestimmt wird, und r_{RK} die Rendite ist, die das Halten von bestehendem Sachkapital, das mit dem Marktwert des Realkapitals variiert, bestimmt. Ist $q > 1$, dann wird zusätzlich investiert. Ist $q < 1$, so gehen die Investitionen zurück. Eine expansive Geldpolitik verringert r_{RK}, indem sie die Ertragsraten konkurrierender Vermögensanlagen senkt. Eine restriktive Geldpolitik versucht die Ertragsraten der konkurrierenden Vermögensanlagen zu erhöhen.

Für die ökonomischen Dispositionen der Wirtschaftssubjekte spielt der Vermögensbestand die entscheidende Rolle. Vernachlässigt man die Beziehungen zum Ausland und berücksichtigt man, daß die Forderungen und die Verbindlichkeiten der privaten Wirtschaftssubjekte sich untereinander gegenseitig aufheben, so beschränkt sich das private Nettovermögen auf Nettoforderungen an den Staat (einschließlich der Zentralbank)

1 Hierunter versteht man den kassenhaltungstheoretischen Ansatz von Pigou u. Marshall, vgl. hierzu Ackermann,J. = Wirtschaftsgeschehen = 13ff.

und das Realkapital[1].

Der Staat kann durch seine Verschuldung Höhe und Struktur des privaten Vermögens verändern und damit die gesamtwirtschaftliche Aktivität beeinflussen[2]. Man spricht vom Geldeffekt, wenn sich die Ertragsstruktur der Aktiva ändert und das Vermögen konstant bleibt. Ein Vermögenseffekt tritt ein, wenn der Risikograd des Portfolios sich ändert, d.h. der Vermögensbestand sich verändert. Beide Effekte beeinflussen r_{RK}[3].

Im Portfoliomodell ist folglich die Geldbasis oder die Geldmenge nicht die einzige Steuergröße bzw. nicht die wichtigste Übertragungsgröße für monetäre Impulse. Es kommt vielmehr darauf an, ein Zins-und/oder ein Risikogefälle zwischen Finanz- und Realaktiva herbeizuführen[4]. Dies geschieht durch die Staatsschuldenpolitik.

Die Risiko- und Ertragseffekte sind jedoch nicht in jedem Fall gleichgerichtet[5]. Erhöht der Staat z.B. seine Schuld auf Sicht, indem er die Geldbasis erhöht, so entsteht ein positiver Geldeffekt. Der monetäre Impuls führt zu einer stärkeren Nachfrage nach Realaktiva. Der Vermögenseffekt ist gleichgerichtet, da sich durch die Erhöhung der Staatsschuld auf Sicht das monetäre Vermögen erhöht, dessen Risiko folg-

---

1 Die Nettoforderungen an den Staat sind identisch mit der gesamten Staatsverschuldung und bestehen bei Tobin aus:
- Staatsschuld auf Sicht (Bargeld beim Publikum
  + Mindestreserven auf Einlagen der Banken
  + Überschußreserve
  - Zentralbankkredite an die Banken)
- kurzfristige verzinsliche Staatsschuld (Laufzeit: 3 Monate bis ca. 1 Jahr; z.B. Schatzwechsel)
- langfristige verzinsliche Staatsschuld (Laufzeit 1 - 40 Jahre)
- nicht fungible Wertpapiere (z.B. savings bonds),
vgl. hierzu Tobin,J. = Grundsätze = 19ff.

2 Dies hat Tobin schon seit 1953 angedeutet, vgl. Tobin,J. = Management = ehe er in = Grundsätze = ausführlicher berichtete.

3 Vgl. Fand,D. = Inflation = 572.

4 Siehe hierzu auch Ketterer,K.-H. = Wirkungen =; derselbe = Börse =.

5 Vgl. hierzu Kath,D. u. Euba,N. = Portfoliotheorie = 462ff.

lich im Portfolio eines Wirtschaftssubjekts ein stärkeres Gewicht erhält und die Wirtschaftssubjekte verstärkt Realaktiva nachfragen, um das Risiko zu mindern.

Erhöht sich die Staatsschuld durch die Emission langfristiger Schuldtitel, so haben wir einen kontraktiven Geldeffekt, da die Titel nur abgesetzt werden können, wenn ihre Verzinsung höher ist als der herrschende Marktzins; r_{RK} steigt folglich im Verhältnis zu den Renditen des monetären Vermögens, q sinkt. Da sich das Vermögen erhöht, steigt das Risiko des Portfolios, Realaktiva werden stärker nachgefragt. Da die Portfoliotheoretiker den Risikoeffekt als stärker ansehen wie den Geldeffekt, ist eine Verschuldung durch langfristige Staatsschuld ebenfalls expansiv.

(2) Die Keynes-Radcliffe-Synthese

Die New View-Analyse von Tobin baut auf dem soeben geschilderten Transmissionseffekt auf. Er trennt Banken und Finanzintermediäre nicht nach funktionalen Kriterien, sondern danach, daß die Banken geldpolitisch kontrolliert werden und die Finanzintermediäre nicht. Daraus folgert Tobin, daß in restriktiven Phasen der Geldpolitik die Bankausleihungen eingeschränkt und die Kreditnachfrager sich an andere Finanzinstitute - Finanzintermediäre - wenden. Die Finanzintermediäre können gleichzeitig zusätzliche Mittel an sich ziehen, indem sie die Konditionen für ihren Mittelzufluß i. Vgl. zu den Banken heraufsetzen[1].

Wie wirkt sich dies im Konzept des Transmissionsprozesses bei Tobin aus? Zunächst ist festzustellen, daß das Vermögenskonzept von Tobin ein sog. outside money-Konzept ist. Gurley/Shaw haben auf die Unterscheidung von outside und inside money als erste aufmerksam gemacht[2]. Bei Tobin hat nur das outside money einen Vermögensmengeneffekt. D.h. die Ausgaben nehmen zu, wenn die Vermögensmenge in der Form von outside money zunimmt (z.B. beim Konsum $\frac{\partial C}{\partial W} > 0$). Outside money

1 Vgl. Tobin,J. = Grundsätze = 86.

2 Zur inside outside money-Diskussion Gurley,J.G. u. Shaw, E.S. = Money =; daran anschließend Patinkin,D. = Money =; Pesek,B.P. u. Saving,T.R. = Wealth =; Johnson,H.G. = Inside Money = sowie derselbe = Comment =.

ist eine Forderung des privaten Sektors an den Staat und eine Verbindlichkeit des Staats an den privaten Sektor. Bei Tobin ist dies identisch mit der Staatsschuld auf Sicht. Das inside money (Forderungen des privaten Sektors stehen Verbindlichkeiten des privaten Sektors gegenüber) besteht aus Depositen bei Banken und Finanzintermediären und hat bei Tobin keinen Vermögenseffekt[1].

Der entscheidende Ansatzpunkt der Geldangebotstheorie von Tobin ist die Annahme, daß die Geldmenge (Bargeld + Depositen der Nichtbanken) nicht exogen durch die Zentralbank bestimmt werden kann, sondern von den Portfoliopräferenzen des Publikums abhängt[2]. Das Publikum und die Finanzinstitute können das outside money (Sichtschuld des Staates oder base money) nur durch Veränderungen des Preisniveaus bei einem Überschußangebot anpassen. Depositen können jederzeit vernichtet bzw. geschaffen werden. Sind Bankeinlagen relativ zu den Präferenzen des Publikums zu hoch, so werden sie sinken; andernfalls verlieren die Banken Einkommen[3]. Tobin hat einen Fall konstruiert, indem sich das Verhältnis von inside zu outside money verändert.

Tobin leugnet einen fundamentalen Unterschied zwischen Banken und Finanzintermediären, weil die Schaffung neuer Verbindlichkeiten dieser Finanzinstitute von den Präferenzen des Publikums abhängt und nicht willkürlich durch die Spezifizierung einer bestimmten Geldmengengröße bestimmt werden kann. Demzufolge ist eine Substitution von Depositen bei Banken durch Geldsubstitute der Finanzintermediäre analog der Veränderung des Verhältnisses von inside zu outside money zu erklären.

---

1 Der Vermögenscharakter von outside money (v.a. Bargeld) wird u.a. begründet mit der Nichtexistenz der Fiskalillusion, nach der die privaten Wirtschaftssubjekte ihre Güterabgabe an den Staat als verloren betrachten. Inside money (v.a. Sichteinlagen) ist Vermögensbestandteil, wenn es keine Verzinsung abwirft, da die Banken einen zusätzlichen Ertrag erzielen, indem sie zinslose Einlagen zinsbringend ausleihen, vgl. hierzu auch Fuhrmann,W. = Vermögenscharakter =.

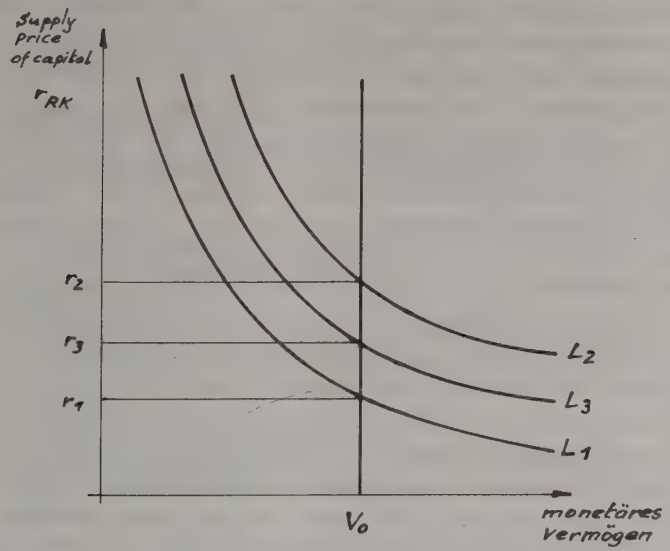
2 Vgl. Tobin,J. = History =.

3 Vgl. derselbe = Commercial Banks = 415.

Die Analyse von Tobin hat hierzu keine genauen Erkenntnisse geliefert. Wir wollen im folgenden zwei mögliche Interpretationen aufzeigen:

Die Einlagenumschichtung ändert bei der Verwendung des outside money-Konzepts den Bestand des privaten Nettovermögens nicht. Analog einer Offenmarktpolitik, die in einer restriktiven Phase liquidere Bestandteile des monetären Vermögens (Zentralbankgeld) durch weniger liquide Wertpapiere ersetzt, ändert sich die Zusammensetzung des monetären Vermögens. Da definitionsgemäß Bankeinlagen mindestreservepflichtig sind und für die Geldsubstitute der Finanzintermediäre keine Mindestreserven gehalten werden müssen, bedeutet dies im Ergebnis, daß in restriktiven Phasen (r_{RK} soll steigen) die Nachfrage nach monetärem Vermögen nicht in der Weise zunimmt, wie von der Zentralbank gewünscht. Dies ist in Abb. 6 dargestellt.

Abbildung 6: Finanzintermediäre und der supply price of capital



Eine restriktive Geldpolitik beabsichtigt eine Verschiebung der Liquiditätspräferenz von L_1 nach L_2 unter der Voraussetzung, daß das monetäre Vermögen konstant bleibt. Die Einlagenumschichtung von Bankeinlagen zu Geldsubstituten bewirkt jedoch nur eine Verschiebung nach L_3. Die Effizienz

der Geldpolitik wird eingeschränkt. Die Ursache hierfür ist der in restriktiven Phasen zunehmende Liquiditätsgrad von Geldsubstituten der Finanzintermediäre. Voraussetzung für die Konstanz des monetären Vermögens ist, daß die Mindestreservehaltung der Banken durch den Bargeldabzug des Publikums und die Reservehaltung der Finanzintermediäre in der Form von Bankeinlagen nicht berührt wird.

Diese Voraussetzung ist jedoch, wie wir im Teil BI. der Arbeit gesehen haben, nicht erfüllt. Die geschilderten Restriktionen bewirken einen tendenziellen Verlust an Zentralbankgeld im Bankensystem.

Eine adäquate Berücksichtigung erfordert demzufolge die Anerkennung von Bankeinlagen und Geldsubstituten der Finanzintermediäre als inside money. Dies bringt jedoch wesentliche Probleme mit sich, deren Lösung bislang nicht geliefert werden kann. Eine Anerkennung von Bankdepositen und Geldsubstituten als inside money läßt im Rahmen des Vermögenskonzepts die Unterscheidung in einen Vermögenseffekt und in einen Geldeffekt nicht zu, da die Geldmenge und das Vermögen sich simultan ändern. Die Auswirkungen auf den supply price of capital werden ungewiß[1]. Andererseits wäre die Geldpolitik im Sinne von Tobin auch nicht mehr als Staatsschuldenpolitik zu formulieren.

Andeutungen über Vermögensmengeneffekte von inside money findet man in neueren Veröffentlichungen von Tobin[2]. So betont er, daß sich die Aufgabe der Banken als Treuhänder der Staatsschuld gewandelt hat. 1950 investierten die Banken noch rund 50% ihrer Depositen in Staatsschuldtitel. 1970 waren dies nur noch rund 1/8. Der Anteil der Kredite an das Publikum stieg im gleichen Zeitraum ganz erheblich von rund 50% auf rund 90%[3]. "When banks and other intermediaries monetize private debts and indirectly the real capital asset holdings those debts finance their economic impact is quite different

1 Vgl. Fand,D. = Inflation = 572.

2 Vgl. zunächst Tobin,J. u. Dolde,W.C. = Wealth = 101ff. u. passim sowie Tobin,J. = Transmission Mechanism = 429ff.

3 Vgl. Tobin,J. = Transmission Mechanism = 429.

from monetization of federal debts. Indeed inside money is, in this sense, more powerful stuff than outside money"[1].

Erklärt wird dies von Tobin durch ein uns schon bekanntes Argument aus der Liquiditätstheorie. "But the neutrality assumed in the washing out of inside debts and credits is very implausible. Debtors are intrinsically bigger marginal spenders than creditors,..."[2]. Das inside money hat einen Vermögensmengeneffekt. Die Integration in ein makroökonomisches Modell hat Tobin bislang jedoch nicht vorgenommen[3].

Die Betonung enger Substitutionsbeziehungen zwischen Geld und Geldsubstituten erinnert an das schon dargestellte Konzept der Liquidität im Rahmen des Radcliffe Reports (Luftballonprinzip). Da die Zinsstruktur im monetären Bereich bestimmt wird, wobei unter monetärem Bereich hier nicht nur der Geldmarkt, wie im Konzept von Keynes (Hicks) zu verstehen ist, kann der New View auch als Keynes-Radcliffe-Synthese angesehen werden[4].

(3) Geldpolitische Konsequenzen[5]

- Drastischere Geldpolitik

Wenn die Finanzintermediäre in restriktiven Phasen der Geldpolitik[6] ein relatives Sinken des supply price of capital bewirken können, so besteht zunächst die Möglichkeit, die

---

1 Tobin,J. = Transmission Mechanism = 430f.

2 Ebenda, 431.

3 Er verzichtet in seinem makroökonomischen Modell bewußt auf die Berücksichtigung eines disaggregierten finanziellen Sektors, vgl. Tobin,J. = Approach = 28; Tobin,J. u. Buiter,W. = Policy =.

4 Vgl. Fand,D. = Inflation = 579f.

5 Eine Zusammenstellung geldpolitischer Konsequenzen bieten die Aufsätze Tobin,J. = Controls = sowie derselbe = Grundsätze =.

6 In expansiven Phasen schränken die Finanzintermediäre nach Tobin die Wirksamkeit der Geldpolitik nicht in gleicher Weise wie in restriktiven Phasen ein. Hierfür sind die fehlenden Liquiditätsbeschränkungen der Wirtschaftssubjekte in expansiven Phasen verantwortlich, siehe hierzu unter "liquidity constraints" in diesem Abschnitt sowie Tobin,J. = Transmission Mechanism = 429.

Geldpolitik drastischer ausfallen zu lassen. Z.B. könnte das Volumen an Offenmarkt-Verkäufen im Vergleich zur Situation ohne aggregative Effekte der Finanzintermediäre erhöht werden, so daß in Abb. 6 das Niveau r_2 von r_{RK} doch erreicht werden könnte. Noch effizienter wäre nach Tobin eine Erhöhung der Mindestreservesätze[1]. Darüber hinaus hätte die Mindestreservepolitik auch den Vorteil eines "zwangsweise aufnahmefähigen Marktes".

- Schaffung von "zwangsweise aufnahmefähigen Märkten" für Finanzintermediäre

Hierunter versteht Tobin die Unterbringung der Staatsschuld auf bestimmten Teilbereichen der Märkte für Finanzaktiva durch die hoheitliche Festlegung der nachzufragenden Menge. Das Ziel dieser Märkte ist es, die Zinslast der Staatsverschuldung zu verringern. Dieses Ziel ist ein Teilziel des sog. debt management. Hierunter versteht man eine Veränderung der Laufzeitstruktur und der Zeichnerstruktur der Staatsverschuldung, bei gleichzeitiger Minimierung der Zinskosten, zum Zwecke einer antizyklischen Stabilitätspolitik.

Die Zinslast wird nach Tobin gesenkt, indem die Finanzintermediäre mindestreservepflichtig werden. Eine Auferlegung einer Mindestreservepflicht in der Form des Haltens von verzinslicher Staatsschuld senkt die Zinslast der Staatsschuld dadurch, daß die zwangsweise aufnahmefähigen Märkte für Staatsschuldtitel vergrößert werden. Die Nachfrage steigt, die Rendite sinkt. Die Menge an Staatsschuldtiteln auf Märkten, die keiner Mengenregulierung unterliegen, wird verringert und wäre zu günstigeren Konditionen unterzubringen.

Eine Pflicht, Mindestreserven in der Form von Zentralbankgeld zu halten, würde die Zinslast ebenfalls senken, da verzinsliche Schuld durch zinslose ersetzt würde.

Ein weiteres Argument für die Mindestreservepflicht der Fi-

1 Vgl. S. 35 der Arbeit.

nanzintermediäre wäre die Gleichbehandlung gegenüber den Banken, die schon mindestreservepflichtig sind.

Die Effizienz der Geldpolitik wird durch diese Instrumente ebenfalls gesteigert. Die Finanzintermediäre empfinden eine direktere Spürbarkeit der monetären Steuerung und reagieren nicht erst auf Veränderungen der Konstellationen des Geld- und Kapitalmarkts.

Das Halten von verzinslicher Staatsschuld werden die Finanzintermediäre durch Abstoßen von Vermögensanlagen bei privaten Wirtschaftssubjekten und durch Kreditkürzungen versuchen zu erfüllen. In restriktiven Phasen wird somit das Sinken von r_{RK} (von r_2 nach r_3 in Abb. 6) verhindert.
Eine Mindestreservepflicht in der Form von Zentralbankgeld und die Variation des Mindestreservesatzes würden das Kreditschöpfungspotential der Finanzintermediäre genauso wie das der Banken einschränken.

Die Schaffung von zwangsweise aufnahmefähigen Märkten liefert für die Finanzintermediäre zwei Ergebnisse:
Die Zinslast des Staates sinkt, dies bedeutet eine Verringerung des Abstandes zu r_{RK}, die Nachfrage nach Realkapital steigt. Nach Tobin ist dieser für eine restriktive Geldpolitik negative Effekt tragbar, da die Einsparung der Zinszahlungen für den Staat auf Banken und Finanzintermediäre überwälzt werden, indem die Ertragsrechnungen dieser Finanzinstitute belastet werden und diese folglich ihre Kreditvergabe einschränken.

- "liquidity constraints"

Neben dem q-Kanal gibt es nach Tobin noch andere Kanäle durch die die Geldpolitik auf die Nachfrage nach Gütern und Diensten wirkt. Die bedeutendsten sind die "liquidity constraints", wie z.B. Kreditplafonds, Zinshöchstvorschriften sowie staatliche Regulierungen der Portfolios der Finanzinstitute[1].

1 Vgl. Tobin,J. u. Dolde,W. = Wealth = 103 sowie Tobin,J. u. Brainard,W.C. = Capital = 247.

Die Liquidität der Wirtschaftssubjekte ist beschränkt, wenn neben reinen Zinseffekten das Kreditvolumen eingeschränkt wird. So ist eine Kreditrestriktion nicht bloß durch hohe und steigende Zinssätze gekennzeichnet, sondern auch dadurch, daß ein Unternehmer z.B. feststellen muß, daß seine Kreditlinien bei einem Finanzinstitut eingeschränkt werden, d.h. daß er für sein "...good deposit behaviour in the past..." nicht die "...timely accommodation..." erhält[1]; er ist liquiditätsbeschränkt. Die Bedeutung der Finanzintermediäre bei der Vergabe von Hypotheken- und Konsumentenkrediten in den USA, lassen nach Tobin auch diese Finanzinstitute als Liquiditätsbeschränker der Wirtschaftssubjekte auftreten.

Zinshöchstvorschriften, das Verzinsungsverbot für Sichteinlagen in den USA sowie ein unveränderter Diskontsatz sind Liquiditätsbeschränkungen in dem Sinne, daß sie die Renditestruktur der Staatsverschuldung verankern. Daraus folgt, daß ein monetärer Impuls verstärkt wirken kann, da eine Einschränkung des Portfoliobereichs vorgenommen wird und r_{RK} sich schneller verändert.

Die "liquidity constraints" stärken die Wirksamkeit der Geldpolitik in restriktiven Phasen. In expansiven Phasen sind diese Effekte nicht wirksam (der Marktzins ist dann immer niedriger als die Zinshöchstvorschrift für Einlagen). Insofern kann man auf die Argumente zurückgreifen, die bei der Behandlung der Kreditverfügbarkeitstheorie erwähnt wurden.

- Indikatorwahl

Wie gezeigt, lehnt Tobin die Geldmenge als Indikator der Geldpolitik ab. Der langfristige Zins, wie z.B. im Hicks-Modell, ist für ihn ebenfalls nicht relevant, da z.B. bei einer Schuldentilgung der langfristige Zins fallen kann, während r_{RK} sinkt.
Für Tobin ist die Größe q, die der Marktbewertung des existierenden Realkapitals entspricht, die entscheidende Größe, die zeigt, ob die Geldpolitik expansiv oder restriktiv wirkt. Der Marktwert des Realkapitals läßt sich jedoch nur schwer bestimmen. Das Realkapital ist kein homogenes Gut. Ein be-

1 Tobin,J. = Transmission Mechanism = 428.

stimmtes q kann folglich nur eine Durchschnittsgröße verschiedener branchenspezifischer q-Größen sein. Die Größe q wird auch nicht nur von der Geldpolitik beeinflußt, sondern auch von Erwartungen der Wirtschaftssubjekte bzgl. der Preisentwicklung usw.

Diese Schwierigkeiten lassen sich umgehen, wenn als Indikator die Entwicklung der Staatsschuld auf Sicht (Geldbasis) herangezogen wird, deren Veränderungen, wie gezeigt, die größte geldpolitische Effizienz hat. Dies ist jedoch allenfalls eine "second best"-Lösung.

Als Ergebnis kann man feststellen, daß die Zinsen der Finanzaktiva bei Tobin eine erhebliche Bedeutung für die gesamte Zinsstruktur haben. Tobin befindet sich folglich in der Tradition von Keynes, wogegen er selbst nichts Wesentliches einzuwenden hat[1].

3. Wesentliche Kennzeichen keynesianischer Analyse der Bedeutung der Finanzintermediäre

Die zentrale These der Keynesianer bei der Berücksichtigung der Finanzintermediäre im Rahmen der Transmissionsprozesse der Geldpolitik ist die Annahme, daß wegen der instabilen Geldnachfrage eine glatte Substitution monetärer Impulse zwischen Geld-, anderen Finanz- und Realaktiva angezweifelt wird.

Die Finanzintermediäre können die Effizienz der Geldpolitik beeinträchtigen, sofern diese an der Entwicklung der Geldmenge oder der Zinssätze orientiert ist. Keynesianer lehnen folglich die Wahl eines engen Geldmengenbegriffs (M_1) ab und stellen der Geldpolitik vielmehr die Aufgabe, die Liquidität, die Kreditverfügbarkeit der Wirtschaftssubjekte sowie die Zinsstruktur zu beeinflussen.

Insofern wäre auch ein breites Geldmengenaggregat, welches u.a. neben Bankdepositen auch Verbindlichkeiten der Finanzintermediäre berücksichtigt, adäquat, da ein immer weiter gefaßtes Geldmengenaggregat das Transaktionsmotiv der Geldnachfrage verdrängt und allmählich in ein Liquiditätsaggregat

1 Dies ist ersichtlich aus, vgl. Tobin,J. = Keynes = sowie derselbe = Scribbler =.

übergeht[1].

Eine gewisse Ausnahme stellt die Analyse von Köhler dar, auch er lehnt die Geldmenge als Indikator der Geldpolitik ab. Die Finanzintermediäre erzeugen bei ihm jedoch keine aggregativen Effekte, die die Geldpolitik konterkarieren, da die Entwicklung der Liquiditätssituation der Banken die der Finanzintermediäre wesentlich beeinflußt.

Die These vom eingeengten Substitutionsbereich beruht auch auf der Berücksichtigung institutioneller Details der Regulierungen der Finanzinstitute. Die Keynesianer untersuchen ausführlich die Bedeutung von Zinshöchstvorschriften auf Einlagen, von Kreditplafonds sowie von Liquiditätsreservesätzen. Auch sind sie an bestimmten Branchen besonders interessiert, so z.B. am Wohnungsbaumarkt, bei dem sie die ökonomische Relevanz der Hypothekenkredite, die von Banken und Finanzintermediären vergeben werden, untersuchen.

Die Folgen dieser Betrachtungsweise zeigen sich in der Forderung nach Einbeziehung der Finanzintermediäre in die geldpolitische Kontrolle. Auch selektive Eingriffe, die bestimmte Arten von Krediten und Einlagen unterschiedlich regulieren, wären denkbar.

Diese Sicht der Keynesianer berücksichtigen die Ökonometriker, indem sie Modelle entwerfen, die eine Vielzahl von Parametern und Relationen enthalten. Letztendlich zeigt sich hierin die Bedeutung, die die Keynesianer der ökonomischen Interdependenz beimessen. Keynesianische Autoren verfolgen mit der strukturellen Erfassung der Wirtschaft ein pragmatisches Ziel. Sie wollen Prognosen für die endogenen Größen einer Volkswirtschaft liefern, die auf vertrauenswürdiger Basis stehen. Solche Prognosen erfordern aus der Sicht der Keynesianer deswegen eine weitgehende Erfassung der Wirtschaftsstruktur und damit auch der Finanzintermediäre[2].

---

1 Vgl. Lieberman,C. = Definition = 251.

2 Vgl. Kalmbach,P. = Monetarismus = 14.

III. Die relative Bedeutungslosigkeit der Finanzintermediäre in der Theorie der Monetaristen

Wenn man vom "Monetarismus" spricht, sollte man sich darüber im klaren sein, daß unter diesem Oberbegriff keinesfalls eine homogene Gruppierung von Lehrsätzen oder gar eine monolithische Gruppe zu verstehen ist. Insofern ähneln sich monetaristische und keynesianische Theorie[1]. Die bedeutendsten Monetaristen sind M. Friedman sowie K. Brunner und A.H. Meltzer, wobei die analytische Konzipierung immer mehr durch die beiden zuletzt genannten Autoren getragen wird[2]. Wir wollen uns i.w. auf die Aussagen dieser 3 Autoren konzentrieren.

Im Zentrum einer monetaristischen Geldpolitik steht der Versuch, die Geldbasis durch die Offenmarktpolitik zu verändern, um damit die Geldmenge zu beeinflussen. Die Geldpolitik soll stetig und nicht diskretionär eingesetzt werden.

Die Sonderstellung der Geldmenge in der monetaristischen Theorie läßt vermuten, daß die Finanzintermediäre nur eine untergeordnete Rolle spielen. In der Tat stehen im Mittelpunkt der Analyse des Finanzsektors die Banken und nicht die Finanzintermediäre.

Sucht man hierfür in der monetaristischen Literatur nach einer Erklärung, so fällt einem zunächst die relativ geringe Darstellungsbreite i.Vgl. zur Behandlung anderer Problembereiche auf. Die Monetaristen erkennen den Finanzintermediären nicht bloß nur eine geringe Relevanz zu, die Finanzintermediäre sind ihnen auch keine ausführlichen Analysen wert[3]. Insofern unterscheiden sich Monetaristen und Keynesianer ganz wesentlich in dem Maße, wie sie die Finanzintermediäre außer-

---

1 Vgl. Ketterer,K.-H. = Geldbasis = 187; Stein,J.L. = Criticism = 1.

2 Vgl. Monissen,H.G. = Stabilität = 287, Fußnote 3. In dieser Fußnote ist auch ein notgedrungen knapper, aber interessanter Überblick zur monetaristischen Literatur enthalten. Den anspruchvollsten Einblick in die Keynesianer-Monetaristen-Diskussion erhält der Leser in einer Aufsatzsammlung von Brunner/Monissen/Neumann, vgl. Geldtheorie = Geldtheorie =.

3 Dies trifft in erster Linie für die Arbeiten von Friedman zu. Brunner/Meltzer beschäftigen sich intensiver mit den Finanzintermediären, ohne jedoch besonders ausführlich zu sein.

halb des Bankensystems zur Kenntnis nehmen[1].

Die Geringschätzung der Finanzintermediäre durch die Monetaristen folgt aus deren methodologischem/ideologischem Ansatz und der Struktur ihrer Modellvorstellungen.

1. Methodologische und ideologische Ursachen für die relative Vernachlässigung der Finanzintermediäre

a) Die Forschungsstrategie der Monetaristen

Die Keynesianer und die Monetaristen unterscheiden sich in der relevanten Forschungsstrategie[2]. Die Strategie der Monetaristen baut auf der sog. positiven Ökonomik auf ("a body of systematized knowledge concerning what is")[3].

Nach M. Friedman besteht die Aufgabe der ökonomischen Theorie darin, Methoden der Problemlösung bereitzustellen, die die Kausalzusammenhänge darlegen und z.B. auf mathematische Eleganz, Abstraktheit und Verallgemeinerungen verzichten (marshallian approach)[4]. Eine ökonomische Theorie, die wie eine Fotographie die Realität beschreibt, lehnt Friedman ab, da diese Theorie empirisch nur eine Bestätigung der gemachten Annahmen erbringen kann (walrasian approach)[5].

Unter "marshallianischer Sicht" ist ein Ansatz zu verstehen, der viele Komplikationen und Interdependenzen nicht zu be-

1 "The ongoing discussion between "Monetarists" and other members of the profession focuses,..., on the degree to which "money matters", on the appropriate specification of the transmission mechanism, and how to take account of financial intermediation outside the banking system". Keller,P.M. = Credit = 129.

2 Vgl. Brunner,K. = Rolle = 335.

3 Der Vater von J.M. Keynes hat die Ökonomie methodologisch dreigeteilt: positive Ökonomik - normative Ökonomik ("a body of systematized knowledge relating to criteria of what ought to be") - Kunstlehre ("a system of rules for the attainment of a given end"). Demgemäß können abweichende wirtschaftspolitische Auffassungen auf die Unterschiede in der positiven und/oder normativen Ökonomik zurückgeführt werden, vgl. Keynes,J.N. = Scope = 34f. M. Friedman hat seine methodologischen Grundsätze dargestellt in Friedman, M. = Methodology =; derselbe = Value Judgements =; derselbe = Economists =.

4 Vgl. Friedman,M. = Comments = 145.

5 Vgl. Friedman,M. = Comments = 146 sowie derselbe = Buiter = 311.

rücksichtigen versucht, dessen Aussagen vielmehr auf möglichst simplen Theorien aufbauen,zumal sich einfache Theorien leichter überprüfen lassen[1]. Diesen methodischen Ansatz der Monetaristen hat H.G. Johnson wie folgt charakterisiert: "The crucial principle is that the test of good theory is its ability to predict something large from something small, by means of a simple and stable theoretical relationship"[2].

Dieses "viel aus etwas wenigem vorhersagen" trifft allerdings in erster Linie für die Neuformulierung der Quantitätstheorie durch M. Friedman zu. Der Ansatz von Friedman ist relativ einfach formuliert und ist eine Theorie der Geldnachfrage. Der relevante Transmissionsprozeß wird bei Friedman offengehalten. Die Modellanalyse beschränkt sich auf Realkassenhaltungseffekte, die Theorie der relativen Preise akzeptiert er nur verbal[3].

Bei Brunner/Meltzer ist dies anders. Sie haben ein Gleichgewichtsmodell konstruiert, welches den Anspruch einer relativ einfachen Darstellung mit Sicherheit nicht erheben kann. Die Transmissionsprozesse der Geldpolitik werden ausführlich geschildert und enthalten viele Strukturelemente. Brunner hat folglich eine etwas andere Begründung für die Haltung "to predict something large from something small" vorgelegt. Er spricht von der annähernden Separierung von aggregativen und allokativen Kräften[4]. Unter allokativen Kräften versteht er im Gegensatz zu den aggregativen Kräften die Veränderung relativer Zinssätze, die den aggregierten output, das Preisniveau oder die Inflationsrate nicht beeinflussen. Er wendet sich gegen die Konstruktion keynesianischer Großmodelle in

1 Zur positiven Methodologie und zur Position von Friedman siehe Meyer,W. = Methodologie = 19ff.

2 Johnson,H.G. = Developments = 86.

3 Insofern erscheint es durchaus angebracht, von der "black box" des Monetarismus zu reden, da die Transmissionskanäle in der Darstellung von Friedman nur ungenau geschildert werden. Für die Analyse von Brunner/Meltzer trifft dies jedoch nicht zu, vgl. hierzu Stein,J.L. = Criticism = 3 sowie derselbe = Black Box = 183ff.

4 Die methodolgischen Prinzipien von Brunner sind näher erläutert in Brunner,K. = Rolle =; derselbe = Cognitive Quality =; derselbe = Monetarist Revolution =; derselbe = "Yale" =; derselbe = Probleme =.

der Ökonometrie. Die Keynesianer vertreten eine implizit deskriptivistische Wissenschaftskonzeption, dem das Prinzip "alles hängt von allem ab" zugrunde liegt. Dies lehnt Brunner ab. Er sieht in der Mißachtung dieses inhaltsleeren Prinzips eine Fortentwicklung für die Erkenntnisprozesse der Wissenschaft[1].

So wendet sich Brunner z.B. gegen die Verwendung einer Grenzkosten und Grenzertragsanalyse, wie sie im Rahmen der New View-Analyse von Tobin Verwendung findet. Dies sei keine adäquate Möglichkeit, Erkenntnisobjekte voneinander zu trennen, da Grenzkosten und Grenzerträge bei Haushalten, Unternehmen und Finanzinstituten vorkommen und dies notwendigerweise zu keiner Unterscheidung von Banken und Finanzintermediären bzw. Geld- und Nichtgeldfinanzaktiva führt[2]. Alle Finanzinstitute unterliegen dann in ihrer Geschäftstätigkeit denselben ökonomischen Gesetzen (Gewinnmaximierung bei Grenzerlös gleich Grenzkosten).

Die methodologische Alternative sieht Brunner in einer analytischen Selbstbeschränkung. Er bestimmt eine kleine Gruppe von Allokationsmustern, die besonders relevant sind und vernachlässigt die übrigen.

Brunner erklärt die Dichotomisierung in allokative und aggregative Effekte mit Hilfe einer Häufigkeitsverteilung für die Änderung der relativen Preise bzw. des Outputs für verschiedene Branchen der Wirtschaft[3]. Diese Verteilung ergibt eine Überschneidung der Kräfte, die die Position der Verteilung und die Lage der einzelnen Elemente i. Vgl. zu ihrem Mittelwert bestimmen. Brunner nimmt an, daß die Wachstumsrate der Geldmenge die Position der Verteilung der relativen Preise bestimmt. Die Geldmenge beeinflußt jedoch nicht die Lage bestimmter Erscheinungen gegenüber dem Mittelwert.

---

1 Vgl. Brunner,K. = Probleme = 92.

2 Vgl. Brunner,K. = Rolle = 336. Hieraus folgert Brunner, daß Tobin eine Geldtheorie ohne Geld betreibt, siehe hierzu Brunner,K. ="Yale" = 171.

3 Vgl. Brunner,K. = Monetarist Revolution = 15.

Diese Dichotomie ist eine annähernde, da die Monetaristen durchaus einige Verbesserungen durch mehr Detailarbeit erwarten. Diese Trennung wird demnach von Brunner nicht als ein absolutes Prinzip, sondern als eine erste Annäherung verstanden. Für die Berücksichtigung der Finanzintermediäre in der methodologischen Konzeption der Monetaristen folgt daraus: Allokative Details der Kreditmärkte, also auch die Bedeutung der Finanzintermediäre, werden aus methodologischen Gründen nicht so intensiv behandelt wie andere Problembereiche. Nach Brunner werden die Beziehungen innerhalb des Finanzsektors nicht übersehen, es wird jedoch angenommen, daß sie keine aggregativen Effekte haben[1].

Empirische Analysen bestätigen nach Aussagen der Monetaristen, die Relevanz der Geldmenge für die Entwicklung des Sozialprodukts, so daß die methodologische Dichotomie in ihren Augen verifiziert ist.

In seiner Anleitung "How to make a monetary revolution?", sieht H.G. Johnson die methodologische Konzeption der Monetaristen als ein Erfolgskriterium für die monetaristische Theorie. Im Vergleich zu den Keynesianern können Forschungsmittel eingespart werden, die es auch dem intellektuellen Mittelstand erlauben, von großen Forschungsteams und von großen, teuren Computerprogrammen unabhängiger zu werden[2].

Nach Aussagen der Keynesianer ist die Interpretation der Empirie durch Schätzungen der reduzierten Form nicht eindeutig. Werden die Strukturgleichungen eines Modells nicht ausformuliert, kann die Theorie auch an der Wirklichkeit nicht scheitern. Folglich ist es unzulässig, wenn Monetaristen behaupten, ihre Theorie sei empirisch bestätigt[3].

Die Monetaristen wenden ein, daß die Fähigkeit, mehr Gleichungen formulieren zu können, noch keine bedeutsame Information sichert. Im Gegenteil, es bestünde die Gefahr von Immunisierungsmustern, d.h. werden umfangreiche Strukturen

---

1 Vgl. Brunner,K. = Monetarist Revolution = 15.

2 Vgl. Johnson,H.G. = Revolution = 222.

3 Siehe hierzu Ketterer,K.-H. = Probleme = 36.

berücksichtigt, so ist die Grenze empirischer Überprüfbarkeit überschritten[1]. In der Tat fehlt bis heute eine empirische Verifizierung der New View-Analyse von Tobin. Die Monetaristen waren empirisch emsiger. Sie scheinen aber zu übersehen, daß eine empirische Evidenz, die für die Geldmenge spricht, nichts aussagt darüber, ob Finanzintermediäre nicht doch aggregative Effekte erzeugen. Diesen Beweis haben auch die Monetaristen bis heute nicht geliefert[2].

Abschließend sei noch darauf hingewiesen, daß die annähernde Separierung von allokativen und aggregativen Kräften nicht gleichzusetzen ist mit der den Monetaristen oft unterstellten Vernachlässigung institutioneller Details[3]. Monetaristen untersuchen durchaus institutionelle Details[4], wie z.B. die Zinshöchstvorschriften oder die Auswirkungen des Publikumverhaltens auf den Geldangebotsprozeß[6]. Wie wir noch sehen werden, haben diese Details durchaus aggregative Wirkungen.

b) Vernachlässigung der Finanzintermediäre - Ausdruck einer Weltanschauung ?

In jüngster Zeit wird in der Keynesianer-Monetaristen-Diskussion auch die Problematik der Ideologie oder Weltanschauung diskutiert[7]. Eine Weltanschauung unterscheidet sich in drei wesentlichen Punkten von der engen technisch ökonomischen Analyse[8].

---

1 Vgl. Brunner,K. = Probleme = 93.

2 Hierauf hat Mayer aufmerksam gemacht, vgl. Mayer,T. = Comments = 146.

3 Beispiele hierfür bei Kalmbach,P. = Monetarismus = 33ff.

4 Dies bestätigt Mayer, vgl. Mayer,T. = Structure = 206, Fußnote 33.

5 Vgl. z.B. Brunner,K. = Exposition = 488, Fußnote 6; Brunner,K. = Monetarism = 173ff.

6 Vgl. Brunner,K. = Rolle = 337.

7 Vgl. hierzu etwa Aschheim,J. u. Tavlas,G.S. = Ideology =; Förterer,J. = Vorschläge =; Mayer,T. = Weltanschauung =; Neldner,M. = Ideologie =; Robert,D. = Meinungsstreit =.

8 Vgl. Mayer,T. = Weltanschauung = 234, "Issues of narrow technical economic analysis" sind Thesen, die nur im Rahmen der Keynesianer-Monetaristen-Diskussion eine Rolle spielen und nicht Gegenstand einer breiteren wissenschaftlichen Diskussion sind (Bsp.: Festlegung der relevanten Geldmenge).

- Sie impliziert kontroverse Werturteile (wie z.B. Freiheit oder Gleichheit, Individualismus oder Kollektivismus)
- unterschiedliche Ansichten in soziologischer und politischer Hinsicht und
- es liegt nur ein geringer Erkenntnisstand vor.

Die Methodologie der Monetaristen ist nicht nur das Ergebnis ihrer Forschungsstrategie, sondern steht auch in engem Zusammenhang mit anderen konstituierenden Merkmalen des Monetarismus. Dieser baut auf der Quantitätstheorie auf, einzelne Bereiche, wie z.B. der Wohnungsbau sowie Hypothekenkredite werden keine Bedeutung beigemessen. Der Kapitalmarkt wird als relativ gut funktionierend angesehen. Kreditrationierungen und die verschiedenen Zinssätze der finanziellen Märkte werden als nicht besonders relevant betrachtet. Vor allem wird der Kreditkostenansatz zur Beurteilung des Einflusses monetärer Faktoren abgelehnt. Die Preisgestaltung in einzelnen Branchen der Volkswirtschaft interessiert nur wenig. Das Volkseinkommen baut nicht auf der Schätzung des Volkseinkommens durch die Addition der Einkommen verschiedener Sektoren auf. Die Monetaristen arbeiten vielmehr "von oben nach unten".

Ganz wesentlich für die Qualifizierung der Finanzintermediäre in der monetaristischen Theorie ist die Feststellung, daß der private Sektor stabil sei. Ist der private Sektor instabil, so können z.B. die Geldsubstitute der Finanzintermediäre die Effizienz der Geldpolitik beeinträchtigen, wenn diese die Zinskonditionen der Banken überbieten. Die Monetaristen sehen die aggregierte Nachfrage als das Ergebnis einer stabilen Geldnachfrage und eines instabilen Geldangebots. Die Keynesianer betonen vielmehr die Veränderung der Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen. Empirische Evidenz bestätigt beide Versionen[1]. Die Methodologie der Monetaristen besteht folglich aus einem Zusammenwirken der Forschungsstrategie mit vor allem einem stabilen privaten Sektor.

Weder die Forschungsstrategie noch ein stabiler privater Sektor sind als Weltanschauungen zu qualifizieren. Es fehlt

1 Vgl. hierzu Modigliani,F.G. = Controversy = 12.

das Kriterium eines kontroversen Werturteils. Zwar bestehen Unstimmigkeiten zwischen Monetaristen und Keynesianern über die relevante Forschungsstrategie, Unterschiede in der Beurteilung von Werten, wie wir sie eingangs erwähnt haben, kommen darin nicht zum Ausdruck. Es fehlt auch an politischen oder soziologischen Ansichten. Wie gezeigt, ist der Erkenntnisstand der Methodologie relativ gering. Dies allein rechtfertigt es nicht, die Methodologie der Monetaristen und die Vernachlässigung der Finanzintermediäre als weltanschauliches Problem der Monetaristen einzustufen.

Ein geringer Kenntnisstand zeichnet auch ökonomische Annahmen (suppositions) aus. T. Mayer stuft das Strukturmerkmal der annähernden Separierung von allokativen und aggregativen Kräften der monetaristischen Theorie folglich nicht als Weltanschauung, sondern als eine ökonomische Annahme ein[1]. Hierunter versteht Mayer eine "purely economic Weltanschauung", die schwieriger zu analysieren sei, als die rein technisch ökonomische Analyse und über die nur geringe Information besteht. Annahmen werden nicht nur in der Auseinandersetzung zwischen Monetaristen und Keynesianer gemacht, sondern beziehen sich auch auf andere ökonomische Diskussionen (z.B.: Annahme eines nach unten nicht flexiblen Preisniveaus). Mayer folgt damit der Diktion der Monetaristen, die selbst von der "Annahme" der Stabilität des privaten Sektors sprechen bzw. von der "Behauptung" ausgehen, allokative von aggregativen Kräften trennen zu können[2].

2. Ursachen in der Modellstruktur

a) Die Bedeutung der Finanzintermediäre in der Analyse von Milton Friedman[3]

Friedman hat nach eigenen Aussagen in der Geldtheorie eine Gegenrevolution eingeleitet, die sich gegen die keynesia-

1 Vgl. Mayer,T. = Weltanschauung = 242.

2 Vgl. hierzu Brunner,K. = Monetarist Revolution =.

3 Wenn man von der Analyse von Friedman spricht, so muß man bedenken, daß er seine wesentlichen Arbeiten zusammen mit A.J. Schwartz bzw. D. Meiselman veröffentlicht hat und auch andere Autoren, wie z.B. P. Cagan, die Position von Friedman vertreten.

nische Analyse wendet und in einer Neuformulierung der klassischen Quantitätstheorie besteht[1].

Die Bedeutung der Finanzintermediäre wird in seinen Analysen äußerst spärlich untersucht. Allenfalls die Darstellung der Ursachen einer Zunahme der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes in der Nachkriegsperiode in den USA veranlaßten Friedman, über die Bedeutung von Geldsubstituten nachzudenken. Ansonsten beschränkt er sich auf die Ablehnung von Theorien, die wie z.B. der Radcliffe Report, die besondere Bedeutung der Finanzintermediäre herausstellen: "My own view is that this particular trail toward widening the range of reference of the concept of money is a false trail. It will peter out and will not in fact be followed"[2].
Um die Ablehnung aggregativer Effekte der Finanzintermediäre darlegen zu können, müssen wir uns zunächst kurz das Modell von Friedman in Erinnerung rufen.

(1) Geldnachfragetheorie und Transmissionsprozesse

Das Fundament der neuformulierten Quantitätstheorie ist die Geldnachfrage[3], es gilt:

$$(1)\quad Y = v\left[r_b,\ r_e,\ \frac{\dot{P}}{P},\omega\ ,\ Y_P^r,\ u(m)\right]\ .\ M^4$$

Für die partiellen Ableitungen der Umlaufsgeschwindigkeit des

---

1 Vgl. Friedman,M. = Gegenrevolution =.

2 Friedman,M. = Trends = 140.

3 Die Theorie ist dargestellt u.a. in Friedman,M. = Demand =. Unter Vernachlässigung der Ertragsrate des Geldes gilt für die Nachfrage nach realer Kasse:
$\frac{M^n}{P} = f\ (r_b,\ r_e,\ \frac{\dot{P}}{P},\omega\ ,\ Y_P^r,\ u)$, (1) wurde abgeleitet unter der Bedingung, daß die Wirtschaftssubjekte real planen.

4 Mit Y: nominales Volkseinkommen; v: Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes; r_b: Ertrag festverzinslicher Wertpapiere; r_e: Ertrag aus Beteiligungspapieren; $\frac{\dot{P}}{P}$: erwartete Preisänderungsrate; ω : Verhältnis von menschlichem zu nichtmenschlichem Vermögen; Y_P^r: permanentes Einkommen; u: Einfluß von Neigungen und Präferenzen. Unter dem permanenten Einkommen versteht Friedman den gewichteten Durchschnitt des verfügbaren Einkommens der Vergangenheit und der Gegenwart. Vgl. hierzu Friedman,M. = Theory =.

Geldes gilt: $v_1, v_2, v_3 < 0 < v_5$; Daten: u,ω[1].

Im Gegensatz zur älteren Quantitätstheorie ist die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes nicht konstant, sondern eine Funktion weniger Variabler. Mit Hilfe eines exogenen vorgegebenen Geldangebots[2] erhält man aus der Geldnachfragefunktion eine Theorie des Nominaleinkommens.

Friedman nimmt an, daß die Geldnachfrage in einem relativ stabilen Verhältnis zu ihren Determinanten steht. Empirisch glaubt er nachgewiesen zu haben, daß die Geldnachfrage über lange Zeiträume hinweg entscheidend vom permanenten Einkommen beeinflußt wird[3]. Die anderen Determinanten der Geldnachfrage sind zu vernachlässigen. Insbesondere sei die Zinselastizität der Geldnachfrage verschwindend gering[4]. Veränderungen der Geldmenge wirken folglich über die stabile Umlaufsgeschwindigkeit und dem darin implizierten Mechanismus der relativen Preise[5] direkt auf die Höhe der Ausgaben.

Die Umlaufsgeschwindigkeit schwankt nach Friedman nur geringfügig prozyklisch; sie nimmt langfristig ab. Dies erklärt er mit der sog. Luxusguthypothese des Geldes, nach der die Einkommenselastizität der Geldnachfrage größer als 1 sei, d.h. mit steigendem Einkommen überproportional mehr Geld nachgefragt wird[6]. Die kurzfristige

---

1 Zur näheren Erläuterung siehe Jarchow, H.-J. = Geldtheorie =.

2 Vgl. Friedman,M. = Quantity Theory =.

3 Vgl. derselbe = Demand = 338f.

4 Friedman/Schwartz errechnen eine Zinselastizität für reale Geldbestände von - 0,15, vgl. Friedman,M. u. Schwartz,A.J. = Interest Rates = 143. Man sollte beachten, daß dieser Elastizität ein erweiterter Geldmengenbegriff zu Grunde liegt, so daß die Zinselastizität der Geldnachfrage durch die Einbeziehung von Termin- und Spareinlagen herabgesetzt wird, da zinsinduzierte Bewegungen zwischen Sicht-, Termin- und Spargeldern ausgeschaltet werden. Zu beachten ist auch, daß diese Abgrenzung der Geldmenge der amerikanischen Geldmengenabgrenzung M_2 entspricht. Diese Abgrenzung ist nicht identisch mit M_2 in der Bundesrepublik Deutschland, da hier die Spareinlagen bei Kreditinstituten nicht enthalten sind.

5 Vgl. hierzu Friedman,M. u. Schwartz,A.J. = Business Cycles = 229ff.

6 Geldsubstitute können nach Friedman/Schwartz dieser Entwicklung entgegenwirken. Siehe unter (2).

Stabilität der Geldnachfrage glaubt er anhand einer Untersuchung über lange Zeiträume nachgewiesen zu haben. Stolz können Friedman/Schwartz verkünden, daß in 78 von 91 Jahren des Untersuchungszeitraums die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes um weniger als 10% jährlich geschwankt hat[1]. Für sie ist dies ein Zeichen einer nicht bloß engen, sondern sehr stabilen Beziehung[2]. Aus ihren eigenen Zahlen kann man jedoch auch erhebliche Instabilitäten errechnen. So stieg v 1949/50 um 12,6%[3]. Wenn man bedenkt, daß Friedman durch die Wahl des permanenten Einkommens ein Trendeinkommen zu Grunde legt, d.h. die Reihe des tatsächlichen Sozialprodukts durch eine geglättete ersetzt, so wird deutlich, daß er unter der Stabilität der Geldnachfragefunktion keine Stabilität im ökonometrischen Sinne (Invarianz der Regressionskoeffizienten) oder wirtschaftstheoretischen Sinne (immanente Tendenz zum Gleichgewicht versteht), sondern vielmehr, i.Vgl. zur Quantitätstheorie, eine abgeschwächte Konstanz versteht[4].

Die Transmissionsprozesse der Geldpolitik hat Friedman in seinem "Framework" näher erläutert[5]. Wie schon aus Gleichung (1) hervorgeht, stehen im Mittelpunkt der Transmissionsprozesse Realkassenhaltungseffekte. Erhöht sich die Geldmenge, so steigen die Ausgaben. Dies ist ein Vermögenseffekt, der ohne die Zwischenschaltung von Zinssatzveränderungen wirkt.

---

1 Vgl. Friedman,M. u. Schwartz,A.J. = History = 682.

2 Vgl. dieselben = History = 678.

3 Vgl. dieselben = History = 774, nach Daten der Quelle vom Verfasser berechnet.

4 Siehe hierzu Neubauer,W. = Unmöglichkeit = 165.

5 Vgl. Friedman,M. = Framework =. Er verwendet dabei ein IS-LM-Modell. Dies und der Bezug zur Liquiditätspräferenztheorie von Keynes in früheren Veröffentlichungen haben ihm den Vorwurf eingebracht, er sei gar kein Monetarist, sondern ein Keynesianer, vgl. z.B. Patinkin,D. = Friedman =. Bei Friedman steht jedoch nicht der Zinssatz im Mittelpunkt des Transmissionsprozesses der Geldpolitik, vgl. hierzu auch Ketterer,K.-H. = Probleme = 18ff. Evtl. auftauchende Zweifel an der monetaristischen Qualität der Aussagen von Friedman, wischt Tobin, nachdem er die theoretische Argumentation bzgl. der Bedeutung der Finanzpolitik bei Friedman mit der populärwissenschaftlichen Darstellung in News Week-Aufsätzen desselben Autors vergleicht, mit der Feststellung weg: "Friedman is a monetarist. The Pope is a catholic". Tobin,J. = Friedman = 334.

Im "Framework" läßt sich dies aus den Gleichungen (40) in Verbindung mit (28) eruieren[1]. Nach dem Realkassenhaltungseffekt streben die Wirtschaftssubjekte eine bestimmte Höhe der realen Kasse an. Es besteht Freiheit von Geldillusion, d.h. es wird real geplant. Erhöht sich die reale Kasse, so steigern die Wirtschaftssubjekte ihre Ausgaben. Zusammen mit den Preissteigerungen, die durch die zusätzlichen Ausgaben auftreten, bewirkt der Abbau der Kasse wieder eine Gleichheit von tatsächlicher und gewünschter realer Kassenhaltung der Wirtschaftssubjekte.

Den Transmissionskanal der Theorie der relativen Preise erwähnt Friedman nur verbal[2], so daß der Leser im unklaren darüber bleibt, welchen Transmissionsprozeß er als dominant ansieht. Da Friedman der Auffassung ist, daß die Unterschiede zwischen Monetaristen und Keynesianern vorwiegend empirischer Natur sind, hält er Modelle für ungeeignet, die bestehenden Unterschiede zu erklären. Dies ist sicherlich auch ein Grund für die nicht eindeutige theoretische Spezifizierung des relevanten Transmissionsprozesses der Geldpolitik[3].

(2) Verringerung der Geldnachfrage durch Geldsubstitute

Für die Zeit nach dem 2. Weltkrieg (bis 1960) konstatieren Friedman/Schwartz (F/S) einen langfristigen Anstieg der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes. Die Nachfrage nach Geld sank in dieser Zeit langfristig[4]. In Kapitel 12 ihrer monumentalen Abhandlung beschäftigen sich F/S ausführlicher mit dieser Erhöhung der Umlaufsgeschwindigkeit. Die zwei wesentlichen Ursachen für die sinkende Geldnachfrage sehen sie in dem zunehmenden Vertrauen der Wirtschaftssubjekte in die ökonomische Entwicklung der Nachkriegszeit, die diese veranlaßt, ihre Vermögen weniger liquide zu strukturieren und in der bedeu-

---

1 Vgl. Friedman,M. = Framework = 36 u. passim. Aus den dynamischen Implikationen folgt, daß die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes eine Funktion des zurückliegenden Einkommens ist, dieses wiederum ist abhängig von der Veränderung der Geldmenge, siehe Gleichung (36) in der genannten Quelle.

2 Vgl. Friedman,M. = Buiter = 317.

3 Vgl. ebenda, 310.

4 Vgl. Friedman,M. u. Schwartz,A.J. = History = Abb. 62.

tenden Zunahme von Geldsubstituten, die wiederum u.a. in diesem Vertrauenszuwachs ihre Ursachen hat.

Unter Geld verstehen F/S das Bargeld beim Publikum, Sicht-, Termin- und Spardepositen bei Banken[1]. Relevantes Kriterium der Geldmenge ist für sie nicht allein die Erfüllung der Tauschmittel- bzw. Zahlungsmittelfunktion des Geldes, sondern vielmehr die Eigenschaft als "... temporary abode of purchasing power enabling the act of purchase to be separated from the act of sale"[2]. Was sie unter temporary abode of purchasing power verstehen, ist nicht eindeutig zu erklären. Wenn sie damit versuchen sollten, die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes zu berücksichtigen, so ist nicht einzusehen, warum neben dem Bargeld nur Bankdepositen Geldqualität haben sollen. Auch Depositen der Finanzintermediäre können dann als "temporary abodes"für "purchasing power" angesehen werden[3].

F/S[4] erkennen mit ihrer Begründung für obige Geldmenge zwar die Schwierigkeit zwischen Geld und Geldsubstituten unterscheiden zu können, wegen empirischer Evidenz glauben sie sich jedoch festlegen zu können, schwächen diese Feststellung jedoch wieder ab, indem sie es für gar nicht so bedeutend halten, zwischen verschiedenen Geldmengenabgrenzungen zu unterscheiden, da dies kein substantielles, sondern ein terminologisches Problem sei. Viel wichtiger ist es für sie, daß überhaupt ein Geldmengen- und kein Kreditkonzept vertreten wird[5].

F/S sehen vier Möglichkeiten der Verringerung der Geldnachfrage durch Geldsubstitute[6].
Erstens eine Erhöhung der Verzinsung der Geldsubstitute, die die Kosten des Haltens von Geld erhöhen und die Wirtschafts-

---

1 Termin- und Spardepositen werden bei ihnen unter time deposits zusammengefaßt.

2 Friedman,M. u. Schwartz,A.J. = History = 650, Fußnote 9.

3 So die Kritik von Tobin, vgl. Tobin,J. = History = 467.

4 Vgl. zur folgenden Argumentation Friedman,M. u. Schwartz, A.J. = History = 650, Fußnote 9.

5 Vgl. Friedman,M. = Monetary Studies = 263f.

6 Vgl. Friedman,M. u. Schwartz,A.J. = History = 660f.

subjekte veranlassen, ihre Aktiva höherverzinslich anzulegen. Dies führt zu einer Bewegung auf der Geldnachfragekurve. Zweitens ebenfalls zu einer Bewegung auf der Geldnachfragekurve führt das zunehmende Vertrauen der Wirtschaftssubjekte in eine positive ökonomische Entwicklung der Nachkriegszeit. Drittens erhöht sich die Attraktivität der Geldsubstitute i. vgl. zu anderen Aktiva, die kein Geld darstellen, so wird die Nachfrage nach Geld als Teil einer viele Aktiva umfassenden Liquiditätspräferenz sinken, d.h. die Geldnachfragekurve wird verschoben. Viertens institutionelle Veränderungen bringen neue Geldsubstitute hervor. Die Nachfrage nach Geld wir verringert, d.h. die Geldnachfragekurve verschiebt sich.

F/S untersuchen vor allem die Geldsubstitute der amerikanischen Bausparkassen. Diese haben in der Nachkriegsperiode ein wesentlich höheres Depositenwachstum zu verzeichnen als z.B. die Bankdepositen. Die absolute Verzinsung der Geldsubstitute ist zwar gestiegen, nicht aber der Abstand zur Verzinsung von Termin- und Spardepositen der Banken[1].

Kurzfristig, stellen F/S fest, sind die Depositen dieser Finanzintermediäre keine engen Geldsubstitute für Bankdepositen. Sie legen empirische Daten vor, nach denen das Wachstum dieser Geldsubstitute in der Nachkriegsperiode bis 1960 zu Lasten anderer Finanzaktiva gehen, die kein Geld sind.

Langfristig ist das Wachstum dieser Geldsubstitute einhergegangen mit institutionellen Verbesserungen der Versicherung von Depositen dieser Institute, so daß das Risiko, diese Depositen zu halten. verringert wurde und deren Attraktivität stieg. Hinzu kam, daß in der Nachkriegsperiode eine intensive Wohnungsbauaktivität einsetzte, die das Hypothekenkreditvolumen erhöhte[2].

F/S schätzen, daß 1960 rund 29 Mrd. Dollar des insgesamt 58 Mrd. Dollar umfassenden Depositenvolumens der amerikanischen Bausparkassen auf die Verbesserung der Qualität dieser Depositen zurückzuführen ist. Wäre dieser Betrag von 29 Mrd. Dollar voll zu Lasten der Geldnachfrage gegangen,

1 Vgl. Friedman,M. u. Schwartz,A.J. = History = 664.

2 Vgl. Friedman,M. u. Schwartz,A.J. = History = 668ff.

so hätte die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes im Jahre 1960 steigen müssen. Der tatsächliche Anstieg belief sich auf rund 3,7%. Hieraus schließen F/S, daß das Wachstum der Depositen amerikanischer Bausparkassen zu Lasten anderer Finanzaktiva als Geld ging.

Da die Zahl von 29 Mrd. Dollar bezüglich der Qualitätsverbesserung oben erwähnter Geldsubstitute nur kursorisch begründet wird, kann dieses Argument objektiv nicht überprüft werden[1]. Die Schlußfolgerung von F/S ist demnach nicht nachvollziehbar.

Zusammenfassend kann man feststellen, daß F/S den Geldsubstituten kurzfristig keine aggregativen Effekte zuerkennen. Die Geldpolitik kann folglich nicht konterkariert werden.

(3) Auswirkungen der Geldsubstitute auf die Zinselastizität der Geldnachfrage

Neben Verschiebungen der Geldnachfrage gehen F/S auch der Frage nach, ob die Geldsubstitute die Zinselastizität der Geldnachfrage berühren[2]. Sie sehen zwei Ursachen für die Erhöhung der Zinselastizität.

Erstens das Verzinsungsverbot für Sichteinlagen bei Banken sowie die Zinshöchstvorschriften für Termin- und Spareinlagen hätten die Zinsdifferenz zu Alternativanlagen erhöht. Zweitens die Unternehmen ökonomisieren ihre Kassenhaltung, d.h. Geldsubstitute bieten für sie eine höhere Verzinsung bei annähernd gleicher Liquidität.

Diese zwei Möglichkeiten der Erhöhung der Zinselastizität der Geldnachfrage beurteilen F/S sehr skeptisch. Einerseits bezweifeln sie eine wesentliche Zinselastizität der Geldnachfrage, wie wir schon bei der Diskussion von Gleichung (1) festgestellt haben, andererseits glauben sie, daß eine mögliche Verzinsung von Sichteinlagen die Zinselastizität der Geldnachfrage nicht wesentlich beeinträchtigen würde, da die Banken diese Regulierungen ohnehin durch das Angebot von besonderen Dienstleistungen schon kompensiert hätten, deren Kosten i. Vgl. zum allgemeinen Kostenanstieg konstant

1 Vgl. Friedman,M. u. Schwartz,A.J. = History = 671

2 Vgl. ebenda, 655ff.

gehalten wurden. Da zu vermuten ist, daß die Konsumenten ihre Kasse weniger zinselastisch gestalten als die Unternehmen[1], sehen F/S darin eine Einschränkung obiger These, nachdem die Unternehmen zunehmend ihre Kasse rationalisieren. Die Geldnachfrage wird insgesamt nicht zinselastischer.

Diese Einwände von F/S gegen eine zunehmende Zinselastizität der Geldnachfrage wurden durch andere Autoren gestützt[2]. Auch Cagan/Schwartz[3] konstatieren in ihrer empirischen Untersuchung keine Zunahme der Zinselastizität der Geldnachfrage, sondern vielmehr eine Verringerung durch die starke Zunahme von Geldsubstituten. Hierbei greifen sie auf ein Argument von A. Marty[4] zurück. Danach bedeutet das Wachstum der Geldsubstitute zunächst eine Verringerung der Geldnachfrage durch eine Linksverschiebung. Die Teile der Kassenhaltung, die durch Geldsubstitute ersetzt werden, befriedigen beim Wirtschaftssubjekt eine "wealth"- oder "asset"-Nachfrage nach Geld. Die reduzierte Nachfrage nach Geld besteht i.w. aus Transaktionskasse, die nicht zinselastisch ist. Die gesamte Geldnachfrage wird folglich weniger zinselastisch.

Für die Geldpolitik bedeutet dies, daß sie durch die Existenz der Geldsubstitute langfristig an Effizienz gewinnt und auch kurzfristig die aggregierte zinsabhängige Nachfrage stärker beeinflußt, als ohne Geldsubstitute.

b) Die Bedeutung der Finanzintermediäre in der Analyse von K. Brunner und A.H. Meltzer

Im Gegensatz zu Friedman beschäftigen sich Brunner/Meltzer (B/M) eingehender mit den Finanzintermediären. Ihre Arbeiten enthalten jedoch eine Reihe von Andeutungen und Skizzen zu diesem Problem, ohne daß vor allem ihre Modellanalyse zu diesem Thema konkret und zusammenhängend Stellung nimmt. Wir wollen, nachdem wir die methodologischen Grundlagen der

1 Vgl. Selden,R.T. = Velocity =.

2 Vgl. Laidler,D. = Demand = 133f.; Meltzer,A.H. = Demand =; Teigen,R.L. = Supply =.

3 Vgl. Cagan,P. u. Schwartz,A.J. = Money Substitutes =.

4 Vgl. Marty,A.L. = Money = 59f.

B/M-Analyse schon dargestellt haben, zunächst ihre Andeutungen des Problems aufnehmen, um anschließend zu zeigen, in welcher Form diese Andeutungen auf dem Geld- und Kreditmarkt des B/M-Modells zu berücksichtigen sind.

Die Analyse des Modells kann sich dabei auf die kurzfristige Reaktion obiger Märkte beschränken, da schon in dieser Phase gezeigt werden kann, daß die Finanzintermediäre die Effizienz der Geldpolitik auch nach B/M steigern.

(1) Charakteristische Merkmale der Brunner/Meltzer-Analyse

B/M wenden sich in ihrer Analyse vorwiegend gegen das einfache IS-LM-Modell der Keynesianer[1]. Sie unterstützen die Neuinterpretation des Werkes von Keynes durch Leijonhufvud dahingehend, daß die ursprünglichen Gedanken von Keynes in klassischer/neoklassischer Tradition wurzeln und die Theorie der relativen Preise der relevante Transmissionsprozeß für die Geld- und Finanzpolitik ist. Insofern ist ihre Arbeit auch nicht wie bei Friedman als "Gegenrevolution" zu Keynes zu verstehen. Sie wollen vielmehr die klassischen/neoklassischen Gedanken wieder in das Bewußtsein der Geldtheoretiker zurückrufen[2], welches in einer Periode "bastard-keynesianischer"[3] Interpretation unterzugehen drohte.

Im Gegensatz zur Hicksschen Interpretation von Keynes, betonen sie eine Abfolge von Verschiebungen der IS- und LM-Kurven. Beide Kurven sind interdependent. Der wesentliche Transmissionskanal bei B/M ist das Spiel der relativen Preise. Realkassenhaltungseffekte spielen nur eine geringe Rolle. Zinsinduzierte Vermögenseffekte hingegen, aufbauend auf der Analyse von L.A. Metzler[4], sehen sie als eine verstärkende Wirkung der Substitutionseffekte.

Neben dem IS-LM-Modell kritisieren sie auch die vorwiegend mikroökonomisch formulierte Theorie der New View-Analyse durch

---

1 Vgl. z.B. Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Rahmen = 235f.

2 Ihre Analyse ist allenfalls eine "Revolution", vgl. Brunner, K. = Monetarist Revolution =.

3 Der Begriff "Bastard Keynesian" geht auf Joan Robinson zurück, vgl. hierzu Davidson,P. = World = 2.

4 Vgl. Metzler,L.A. = Vermögen =.

die Yale-School, indem sie auf die Sonderstellung, die die Geldmenge in ihrer Analyse einnimmt, verweisen.

Diese Sonderstellung glauben sie auf Grund empirischer Evidenz bestätigt zu sehen. Für ihr Modell spielt die Empirie eine dominierende Rolle, da die Steigungen diverser Kurven empirisch gerechtfertigt werden. Insofern ergibt sich ein Anknüpfungspunkt zur einfachen Darstellung von Hicks, bei dem die Effizienz der Geldpolitik ebenfalls von Kurvensteigungen abhängt, die empirisch untersucht werden können.

Die preistheoretische Formulierung ihres Modells führt zur Aufhebung der üblichen Unterscheidung in mikro- und makroökonomische Theorie. Im Mittelpunkt ihrer analytischen Modellanalyse steht die Trennung von Geld und Kredit, d.h. die Auswahl der Märkte unterscheidet sie vom einfachen IS-LM-Modell und den damit verbundenen Veränderungen der relativen Preise. Fluktuationen auf den Kreditmärkten messen sie keine wesentliche Bedeutung bei. Die Finanzintermediäre erzeugen demnach keine aggregativen Effekte.

(2) Ablehnung aggregativer Effekte der Finanzintermediäre als Ausdruck der Kritik am Yale-Ansatz.

Vermögens- und relative Preiseffekte schildern B/M ausführlich[1]. Diese Transmissionskanäle sind in der Grundstruktur mit der Analyse der Transmission monetärer Impulse von Tobin bzw. dem Yale-Ansatz identisch[2]. Auf die Unterschiede bzgl. der Berücksichtigung weiterer Aktiva und einer erhöhten Zahl von Substitutionsbeziehungen im B/M-Modell i.Vgl. zum einfachen IS-LM-Modell werden wir noch näher eingehen, hierzu sei zunächst auf bestehende Literatur verwiesen[3]. Umso überraschender ist es, daß B/M ähnlich wie Friedman aus der Vielzahl der Aktiva ein bestimmtes, nämlich die Geldmenge in der

1 Vgl. Brunner,K. = Neuformulierung =.

2 Vgl. hierzu die Stellungnahme von Stein nach Durchsicht der beiden Aufsätze von Brunner/Meltzer u. Tobin/Buiter anläßlich der Brown University Tagung 1974. In beiden Modellen werden allokative Effekte jedoch vernachlässigt. "Whatever differences there are between the monetarists and the neo-Keynesians are not due to the nature of the transmission mechanism". Stein,J.L. = Criticism = 8.

3 Hierzu ausführlicher Blum,G.H. = Transmission = und die dort angegebene Literatur.

Definition M_1 herausgreifen[1]. Wie wir gesehen haben, ist dies auf ihren methodologischen Ansatz zurückzuführen. Ihre Geldangebotstheorie erlaubt ihnen auf die analytische und empirische Ausformulierung einer komplexen Struktur der Transmissionsprozesse zu verzichten. Die Entwicklung der Geldmenge (M) wird auf Grund empirischer Untersuchungen von der Geldbasis (B) dominiert. Das Verhalten der Banken und des Publikums, welches sich im Multiplikator (m) niederschlägt, wird als relativ stabil angesehen[2]. Die Geldmenge dominiert die Entwicklung des Sozialprodukts, wobei kurzfristig der reale Teil des Sozialprodukts beeinflußt werden kann, langfristig sich nur die Preise verändern.

Diese Geldangebotstheorie erlaubt B/M den New View von Tobin zu kritisieren[3]. Sie sind mit Tobin der Meinung, daß Banken und Finanzintermediäre den Portfoliopräferenzen der Sparer und Investoren gleichermaßen genügen. Diese Feststellung ist nach B/M nicht ausreichend, die Finanzinstitute auf eine Stufe zu stellen, schließlich könne man auch behaupten, daß Uhrmacher und Eisverkäufer den Präferenzen der Konsumenten genügen, ohne daß diese die gleiche Art des Geschäfts betreiben[4].

Die Theorie von Tobin bedingt nach B/M folgendes:

Fehlen Mindestreserven und Zinshöchstvorschriften, so wird das Geldangebot und der Bankkredit unabhängig von der Geldbasis. Das Bankenverhalten beim Fehlen direkter geldpolitischer Kontrolle beschreiben B/M mit der Bedingung, Grenzerlös der Aktiva (A) gleich Grenzkosten der Passiva,(hier:Depositen D).

---

1 Sie wählen eine engere Geldmengenabgrenzung als Friedman. Die Termin- und Spareinlagen bei Banken schließen sie aus der relevanten Geldmenge aus, da nach ihren Untersuchungen eine Umschichtung von Sicht- in Spar- bzw. Termindepositen M_2 (USA) stärker verändert, als eine Umschichtung von Bargeld in Sichteinlagen bei M_1, vgl. Brunner,K. u. Meltzer, A.H. = Liquidity Traps = Appendix II, 32f.

2 Vgl. hierzu Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Investigations =, dieselben = Liquidity Traps = sowie Brunner,K. = Monetary Growth =.

3 Vgl. hierzu und zum folgenden Brunner,K. = Survey = 102ff.

4 Vgl. ebenda, 104.

(1) $g(A,m) = c(D,v)$, mit den partiellen Ableitungen $g_1 < 0 < g_2$ und $c_1 \gtreqless 0 < c_2$, wobei m: Marktbedingungen, z.B. Kreditzins; v: z.B. Einlagenzins.

Weiterhin gilt:

(2) $v = v(m)$

Aus der konsolidierten Bilanz des monetären Sektors folgt:

(3) $B + A = M = (1+k)D$

Das Aktivaangebot des Publikums an die Banken ist:

(4) $A = s(m,\ldots)$, $s_1 < 0$, mit B: Geldbasis; s: Aktivaangebotsfunktion; k: Bargeld-/Depositenquotient.

Durch Vereinfachung erreicht man:

(5) $g(A,m) = c\left[\frac{B+A}{1+k}\ ,\ v(m)\right]$
$A = s(m\ldots)$

Die partielle Ableitung von (5) nach B ergibt:

$$\frac{\partial A}{\partial B} = \frac{-s_1 c_1}{-s_1\left[g_1\ (1+k)-c_1\right]+(1+k)\ (c_2 v_1 - g_2)}$$

Für $c_1 = 0$ hat eine Veränderung der Geldbasis keine Wirkung auf A (Tobin-These). Steigt c_1, so ist $\frac{\partial A}{\partial B} \neq 0$, selbst beim Fehlen von Zinshöchstvorschriften auf v und Mindestreserven.

Existieren Zinshöchstvorschriften, so gilt: $c_1 = 0$ und $c_2 = 0$,

daraus folgt:

(6) $A \leqq \frac{1-r}{1+k} \cdot B$, wobei r der durchschnittliche Mindestreservesatz für Einlagen ist. Mindestreserven und Zinshöchstvorschriften verändern A.

Bei wirksamen Kontrollen erhalten wir ein kleineres A als ohne geldpolitische Kontrollen. Hieraus folgt:

(7) $g\left(\frac{1-r}{r+k} \cdot B, m\right) > c(\ldots,\bar{v})$

Im Ergebnis wird Tobin widerlegt: Das Fehlen von geldpolitischen Kontrollen bedeutet nicht, daß der Wirkungszusammenhang der monetaristischen Geldangebotstheorie (M = m B) unterbrochen wird. Allerdings sagt diese Widerlegung der Tobin-These nichts darüber aus, ob der Zusammenhang M = m B überhaupt adäquat ist.

Die Ursache für diese Widerlegung der New View-These sehen B/M in der Vernachlässigung der überschüssigen Kassenreserven der Banken durch Tobin. Obwohl Tobin die Bilanzpositionen der Wirtschaftssubjekte analysiert, vernachlässigt er diese Kassenreserven. Neben dem Grenzerlös der Aktiva muß auch der Grenzerlös der überschüssigen Kassenreserven berücksichtigt werden[1].

Die Geldangebotstheorie von B/M impliziert, daß Geldsubstitute, die nicht zur relevanten Geldmenge gezählt werden, keine aggregativen Effekte haben. Bewegungen der Geldbasis werden demzufolge nach B/M nicht durch konterkarierende Entwicklungen des Multiplikators abgeschwächt. B/M glauben, daß nicht nur empirische Evidenz hierfür spricht, auch ihre theoretische Argumentation, die eine Mischung aus mikro- und makroökonomischen Überlegungen darstellt, verdient Beachtung[2].

Gelegentlich findet man in den Arbeiten von B/M den Bezug zur Analyse von L.A. Metzler[3]. Für B/M ist diese Analyse deswegen besonders interessant, weil Metzler implizit die Kreditkostenversion der Zinselastizität der Gesamtnachfrage sowie die Existenz einer Liquiditätsfalle verwirft. Das Hauptanliegen der Arbeit von Metzler war die Verbindung der Spar-Vermögensrelation mit der klassischen Theorie. Eine Offenmarktpolitik verändert diese Relation, da die Wertpapierbestände, die vom Publikum gehalten werden, sich verändern und einen kompensierenden Zinseffekt verursachen. Eine Währungsreform hingegen bewirkt keinen Zinseffekt. Die Veränderung der Geldmenge beeinflußt nur die Preisentwicklung. Hiermit will Metzler zeigen, daß für den realen Effekt eines monetären Impulses nicht die Veränderung der Geldmenge entscheidend ist, als vielmehr die Zinsstruktur, die in seinem Beispiel durch den Bestand an Wertpapieren beim Publikum beeinflußt wird. Metzler unterscheidet nicht zwischen Geld, das vom Staat emittiert wird und Geld, welches von privaten Finanzinstituten geschaffen wird. Folglich spielen die Finanzmärkte in seiner Analyse

1 Siehe zur näheren Erläuterung Brunner,K. = Survey = Anhang IV, 143ff.

2 Vgl. hierzu Meltzer,A.H. = Intermediation =.

3 Vgl. ebenda, 28f. sowie Brunner,K. = Probleme = 72.

keine Rolle. Aus der Sicht von B/M ist die Arbeit von Metzler demnach ein "...useful starting point for any survey of intermediation..."[1], zumal Metzler den Umschichtungen von Geld und Nichtgeldfinanzaktiva keine Bedeutung beimißt.

Die Möglichkeit eines konterkarierenden Effekts durch Geldsubstitute schließen B/M nicht aus[2], nach ihren Aussagen läßt sich jedoch eine Instabilität des Multiplikators durch eine stärkere Veränderung der Geldbasis kompensieren. Außerdem hätten die Befürworter eines konterkarierenden Effekts keine vollständige Analyse der Änderungen der Relation der Geldmenge zur Geldbasis auf das monetäre System nachgewiesen. Insbesondere fehle es an einer Wirkungsanalyse der Veränderung des Multiplikators auf die Bankgewinne. Ein Rückgang der Kreditnachfrage bei den Banken i. Vgl. zu den Finanzintermediären bedeutet, unabhängig von der Zinselastizität des Kreditangebots, eine Verringerung des realen Gewinns der Banken. Ein Vermögensgleichgewicht wird nicht erreicht, da der Anteil der Depositen am gesamten Vermögen des Publikums gesunken ist. Den Anpassungsprozeß innerhalb des monetären Sektors an diese veränderten Bestände schildert Tobin nicht. Die sinkenden Marktzinsen bewirken einen expansiven Vermögenseffekt, Realaktiva werden erworben. Das Vermögensgleichgewicht im realen Sektor wird durch die Preisänderung des Realkapitals wieder hergestellt, dies wiederum wirkt auf den monetären Bereich zurück, indem sich die Bestände an Geld und Kredit anpassen. Ob im Ergebnis der Marktzins gesunken ist oder nicht, hängt von spezifischen Annahmen über den Verlauf dieses Transmissionsprozesses ab und nicht von der Bedeutung der Geldsubstitute.

---

1 Meltzer,A.H. = Intermediation = 28.

2 Vgl. hierzu und zum folgenden ebenda, 29ff.

(3) Finanzintermediäre und die Trennung von Geld und Kredit

Die Unterscheidung von Geld und Kredit ist für die Analyse von B/M fundamental. Diese Unterscheidung wird jedoch erst verständlich, wenn man die Grundstruktur des B/M-Modells darstellt. Auf eine ausführliche Diskussion können wir uns nicht einlassen, da dies einen breiten Raum beanspruchen würde. Der interessierte Leser greife hierzu auf die Dissertation von G.H. Blum[1] zurück.

Ihr Modell haben B/M in mehreren Aufsätzen dargelegt[2].
B/M benutzen vier Märkte: Output-, Kredit- und Geldmarkt. Der Arbeitsmarkt wird vernachlässigt. Die Volkswirtschaft ist geschlossen. Neben dem Staat existieren die Sektoren Banken und Publikum. Das wichtigste Merkmal des B/M-Modells ist die Integration der Theorie der relativen Preise. Störungen eines bestehenden Gleichgewichts induzieren Substitutions- und Vermögenseffekte bis ein neues Vermögensgleichgewicht erreicht wird. Während im IS-LM-Modell schon die Übereinstimmung von Strömen für das Gütergleichgewicht ausreichen können, müssen sich im B/M-Modell langfristig auch die Bestände, wie Wertpapier-, Kredit-, Geldbasis- und Kapitalstockbestand,im Vermögensgleichgewicht befinden.
Für den Outputmarkt gilt im Gleichgewicht:

(1) $y = d + g$, g: staatliche Realausgaben

Die privaten Realausgaben sind:

(2) $d = d(i-\pi, p, K, P, W_n, W_h, e, p^+)$ mit den partiellen Ableitungen: $d_{(1 \text{ bis } 3)} < 0$, $d_{(4 \text{ bis } 8)} > 0$, $i-\pi$:

Zinssatz i auf Finanzaktiva unter Berücksichtigung der am Finanzmarkt antizipierten Inflationsrate π; p: Preisniveau des laufenden outputs; P: Preisniveau der vorhandenen Realaktiva; e: Nettoertrag auf Realkapital pro Einheit Realkapital; p^+: von Käufern antizipiertes Güterpreisniveau; W_h: menschliches Vermögen; W_n: nichtmenschliches Vermögen; K: Nominalbestand des Realkapitals.
Die Angebotskurve lautet:

(3) $p = p(R, K, \varphi)$ mit den partiellen Ableitungen

---

1 Vgl. Blum,H.G. = Transmission =.

2 Vgl. Brunner,K. = Exposition =; Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Rahmen =; dieselben = Money =; dieselben = Aggregative =.

$p_{1/3} > 0$; $p_2 < 0$ mit φ: Antizipationen der Produzenten.
Das nichtmenschliche Vermögen ist definiert als

$$(4) \qquad W_n = P \cdot K + (1+\omega)B + v(i, \tau_n)\, S$$

mit den partiellen Ableitungen $v_{1/2} < 0$, wobei B: Geldbasis; S: Bestand an Staatspapieren; ω: Beitrag des monetären Systems zum privaten Nettovermögen pro Einheit Geldbasis; τ_n: Steuerparameter[1]. e ist die für die Käufer neuen Realkapitals antizipierte Ertragsrate. Steigt e, so erhöhen sich die realen Investitionsausgaben. Eine Verringerung von e senkt diese Ausgaben. e ist nicht identisch mit der realen Ertragsrate des Realkapitals R. R ist nur dann gleich e, wenn P = p. Ansonsten gilt:

$$(5) \qquad R = \frac{p}{P} \cdot e$$

Bei Tobin ist p gegeben, P wird für gegebenes e auf dem Geldmarkt bestimmt. p wird bei B/M auf dem Outputmarkt bestimmt. Der Geldmarkt bestimmt daher P und R.

Nun kommen die beiden entscheidenden Aktivamärkte, nämlich der Geld- und Kreditmarkt. Im einfachen IS-LM-Modell ist die Ertragsrate bei bonds mit der von Realkapital identisch. Bei B/M ist die Geldnachfrage der Wirtschaftssubjekte nicht identisch mit ihrem Aktivaangebot an den monetären Sektor. D.h. verringert sich die Geldnachfrage, so geht im B/M-Modell nicht automatisch das Wertpapierangebot zurück, wie z.B. im einfachen Hicks-Modell. B/M führen demnach neben einem Geldmarkt noch einen Kreditmarkt ein. Dies führt zu einer zusätzlichen Ertragsrate und zu erweiterten Substitutionsbeziehungen i.Vgl. zum einfachen IS-LM-Modell.

Für den Kreditmarkt gilt im Gleichgewicht:

$$(6) \qquad E = a(\quad)B = \sigma$$

Das Kreditangebot der Banken ist gleich der Geldbasis multipliziert mit dem Bankkreditmultiplikator a. Diesem Kreditangebot entspricht das nominelle Angebot des Publikums an den Beständen zinstragender Aktiva an die Banken, für a gilt:

---

1 Das menschliche Vermögen können wir bei der Analyse der Finanzintermediäre vernachlässigen B/M definieren dieses Vermögen als:
$W_h = W_h\,(R^+, p, \tau_h, \theta)$, wobei gilt: $W_{h1/2} > 0$, $W_{h3} < 0$
mit R^+: erwartetes Einkommen; τ_h: Steuertarif; θ: Produktivität.

(7) $a = a(i, i_t, P, W_n, W_h, e, i_d, r)$ mit den partiellen Ableitungen $a_{(1 \text{ bis } 5)} > 0$, $a_{(6 \text{ bis } 8)} < 0$, mit i_d: Diskontsatz; i_t: Einlagenzinssätze; r: Mindestreservesatz.

Für σ gilt:

(8) $\sigma = (i-\pi, P, p^+, p, W_n, W_h, e, S)$ mit den partiellen Ableitungen $\sigma_{1/2} < 0$, $\sigma_{(3 \text{ bis } 8)} > 0$.
Auf dem Kreditmarkt wird näherungsweise der Zinssatz bestimmt.

Für den Geldmarkt gilt im Gleichgewicht:

(9) $M = m(\quad)B = \lambda(\quad)$

Der Geldmultiplikator m ist:

(10) $m = m(i, i_t, P, W_n, W_h, e, i_d, r)$ mit den partiellen Ableitungen $m_{(2 \text{ bis } 8)} < 0$, $m_{1/6} > 0$.

Für die Geldnachfrage gilt:

(11) $\lambda = (i, P, p^+, p, W_n, W_h, e)$
Im Gegensatz zu σ enthält λ nicht die Staatspapiere (S) als Determinante.

Nachdem wir nun kurz das Modell in seinen wesentlichen Punkten dargestellt haben, wollen wir die Finanzintermediäre in den Geld- bzw. Kreditmarkt einbeziehen. Nach B/M bewirken Geldsubstitute bzw. finanzielle Neuerungen, z.B. durch Finanzintermediäre, eine Steigerung der Effizienz der Geldpolitik. Für die Geldpolitik ist es demnach ausreichend, die Banken zu kontrollieren.

Die Effizienzsteigerung erklären B/M auf zwei Arten[1]. Erstens kann der Angebotsbestand an Vermögensaktiva, deren Substitutionsbeziehungen zum Geld enger sind als zum Realkapital, zunehmen. Dies ist ein Vermögenseffekt, der die privaten Realausgaben erhöhen könnte (vgl. Gleichung 2). Da jedoch Vermögensmengeneffekte gemäß Gleichung (4) keine Rolle im Modell spielen, sondern vielmehr die Vermögensbewertung entscheidend ist, kann diese Erklärung nicht überzeugen. Zweitens können die Geldsubstitute diese Substituierbarkeit zwischen den Vermögensobjekten und dem Geld steigern, d.h. die Vermögenselastizitäten erhöhen sich und verstärken den Transmissions-

1 Vgl. Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Financial Intermediaries = 378 sowie Brunner,K. = Neuformulierung = 14f.

impuls.

Um dies besser verstehen zu können, müssen wir uns näher mit dem Geld- und Kreditmarkt beschäftigen. Zunächst wollen wir die sog. CM-Kurve des Kreditmarkts ableiten. Diese Kurve folgt unmittelbar aus Gleichung (6). Sie ist eine implizite Funktion zwischen i und P und kann in Abb. 7 als CM-Kurve dargestellt werden. Fundamental für diese Kurve sind deren Elastizitätsannahmen[1].

Es gilt: $\varepsilon(i,P/CM) = -\frac{\varepsilon(CM,P)}{\varepsilon(CM,i)} < 0$

wobei $\varepsilon(CM,P) > 0$ und $\varepsilon(CM,i) > 0$

B/M nehmen an, daß gilt:

$$0 < \varepsilon(CM,P) < \varepsilon(CM,i)$$

d.h. die CM-Kurve ist mehr zins- als preiselastisch. Aus der Gleichgewichtsbedingung für den Geldmarkt, vgl. Gleichung (9), läßt sich die sog. MM-Kurve ableiten.

Wobei gilt:

$$\varepsilon(i,P/MM) = -\frac{\varepsilon(MM,P)}{\varepsilon(MM,i)} > 0$$

Es wird angenommen, daß $\varepsilon(MM,P) > \varepsilon(MM,i)$, d.h. die MM-Kurve ist mehr preis- als zinselastisch.

Für das gesamte Modell ist die folgende Bedingung fundamental (sog. Hotelling-Bedingung)[2].

Es gilt: $\varepsilon(CM,i) > \varepsilon(MM,i)$

d.h. die Zinselastizität der CM-Kurve ist größer als die Zinselastizität der MM-Kurve.

Der Leser wird sich an dieser Stelle fragen, woraus B/M diese Annahmen ableiten. Nach Durchsicht der Literatur von B/M findet man immer wieder den Hinweis, daß die Elastizitätsannahmen auf Grund empirischer Evidenz gewonnen wurden[3], allerdings geben B/M auch zu, daß diese Annahmen notwendig sind, um ein stabiles System, welches zu einem Gleichgewicht führt, zu erreichen[4].

Elastizitätsannahmen,d.h. Kurvensteigungen, sind es aber,

---

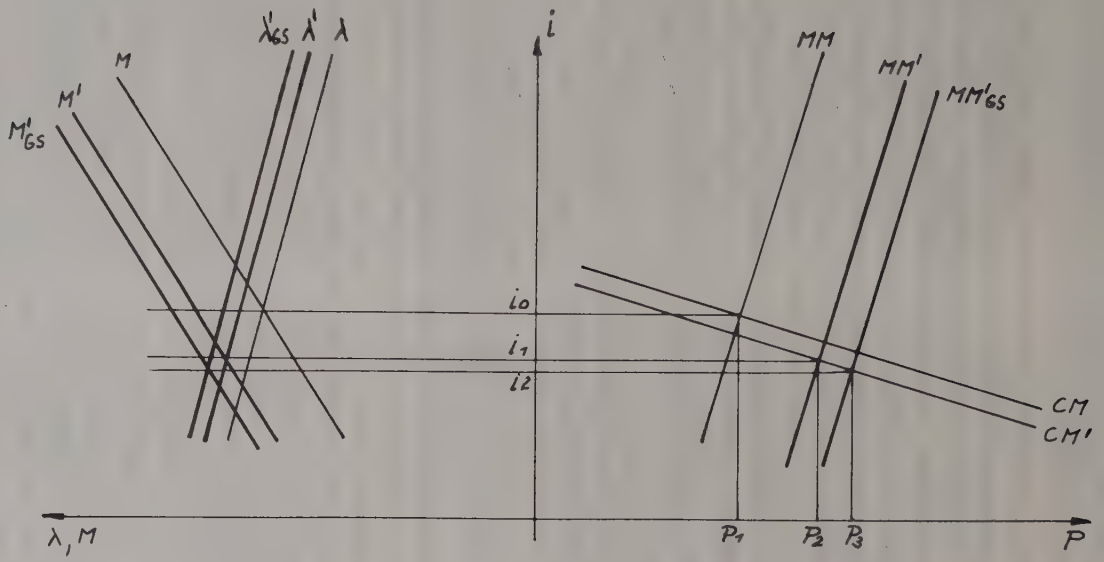
1 Zu den Elastizitätsannahmen siehe Brunner,K. = Exposition =; derselbe = Kreditmarkttheorie =.

2 Vgl. Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Money = 956.

3 Als empirische Quelle beziehen sich B/M auf Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Liquidity Traps =.

4 Vgl. Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Money = 956.

Abbildung 7: Wirkungen der Finanzintermediäre auf dem Geld- und Kreditmarkt des Brunner/Meltzer-Modells



gegen die sich B/M bei der Analyse des einfachen IS-LM-Modells wenden (siehe z.B. Argumentation zur Liquiditätsfalle). Ihr Modell scheint jedoch ebenfalls von Annahmen über Kurvensteigungen abhängig zu sein.

Dies wird unmittelbar ersichtlich, wenn man einmal annimmt, daß die Geldpolitik versucht, die Geldbasis zu erhöhen. In Abb. 7 verschiebt sich die MM-Kurve nach rechts und die CM-Kurve nach links, wobei die Hotelling-Bedingung eine stärkere Verschiebung der MM-Kurve verursacht. Als Ergebnis sinkt der Marktzins i und steigt der Preis für das Realkapital P. Beides wirkt expansiv. Ist die Hotelling-Bedingung nicht erfüllt, so kann eine Geldbasiserhöhung restriktiv wirken (i steigt, P sinkt). Eine fundamentale Aussage der Monetaristen gilt nicht mehr.

Die Hotelling-Bedingung ist konstituierend für das gesamte B/M-Modell.

Über die Vermögenselastizitäten auf dem Geld- und Kreditmarkt machen B/M folgende Annahmen[1]:
Diese Elastizitäten spielen quantitativ nur bei $\varepsilon(\lambda,W)$ eine Rolle. Die anderen Elastizitäten $\varepsilon(\sigma,W)$, $\varepsilon(a,W)$ sowie $\varepsilon(m,W)$ sind quantitativ nur gering und können vernachlässigt werden.

D.h. die Finanzintermediäre bewirken eine Verschiebung der MM-Kurve durch eine Veränderung der Vermögenselastizität der Geldnachfrage. Damit diese Annahmen wirksam sind, müssen B/M den Beweis führen, daß das Kreditangebot der Banken durch die Geschäftstätigkeit der Finanzintermediäre nicht beeinträchtigt wird. Dies versuchen sie, indem sie den Kreditmarkt disaggregieren und das Kreditangebot und die Kreditnachfrage der Finanzintermediäre (F bzw. N) auf den unterschiedlichen Kreditmärkten einbeziehen[2].
Aus der Gleichgewichtsbedingung (6) wird somit:
(12) $\quad a(\quad)B = \sigma(\quad) = \lambda + S - S_P$, wobei S_P den Wertpapierbestand darstellt, welcher vom Publikum gehalten wird.
Markt für besteuerte Staatspapiere:

$$\alpha_1 aB + F_1 + N_1 = S_1$$

1 Vgl. Brunner,K. = Exposition = 492 u. passim.
2 Vgl. Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Rahmen = 260ff.

Markt für steuerfreie Wertpapiere:

$$\alpha_2 aB + F_2 + N_2 = S_2$$

Markt für nichthypothekarisch gesicherte Darlehen:

$$\alpha_3 aB = \lambda_1$$

Markt für Hypothekendarlehen:

$$\alpha_4 aB + F_3 = \lambda_2$$

Markt für privat emittierte Wertpapiere:

$$F_4 + N_3 = S_3$$

Es gilt: $\sum_{i=1}^{4} \alpha_i = 1$, so daß die Summation dieser Gleichungen ergibt: $a(\quad)B = \lambda + S - F - N$.

Der Zinssatz von S_3 wird durch die anderen Zinssätze von S_1, S_2, λ_1 u. λ_2 ausgedrückt, die Marktzinsrate i durch einen Zinsindex ersetzt. Dieser Zinsindex drückt die aggregativen Wirkungen von Finanzintermediären aus. Wichtig ist, daß das Kreditangebot der Banken durch die Finanzintermediäre nicht beeinträchtigt wird. Die Aufteilung von a( )B hängt von den relativen Zinssätzen der einzelnen Märkte ab, nicht jedoch die Summe[1].

Wie kann man sich nun einen Verstärkungseffekt der Geldpolitik durch die Finanzintermediäre vorstellen?
Die Verschiebungselastizitäten der MM-Kurve ergeben sich nach B/M wie folgt:

MM-Kurve:

(13) $$1 + \left[\varepsilon(\lambda, W_n) - \varepsilon(m, W_n)\right] \cdot \frac{(1+\omega)B}{W_n}$$

d.h. erhöht sich die Geldbasis, so verschiebt sich, wie gezeigt, die MM-Kurve stärker nach rechts (MM') als die CM-Kurve nach unten (CM'). Die Bestände passen sich an die neue Zinsstruktur an[2]. Wobei es ausreicht, bei gegebenem neuen

---

1 Dieser "Beweis"ist nichts anderes als eine bilanzielle Notwendigkeit. Betrachtet man nur die Banken als geldpolitisch relevant und fügt die ökonomischen Aktivitäten der Finanzintermediäre hinzu, so ist es nicht verwunderlich, daß Aktiva und Passiva der Finanzintermediäre sich gegeneinander aufheben. Entscheidend ist die Bedeutung des Zinsindex, über diesen schweigen sich B/M jedoch aus. Dies ist aus der Sicht der Monetaristen nur verständlich unter den methodologischen Gesichtspunkten der annähernden Separierung von allokativen und aggregativen Kräften. Unter diesen Gesichtspunkten behandeln B/M auch diesen "Beweis", indem sie die Disaggregation des Kreditmarkts als ein allokatives Konzept darstellen.

2 λ verschiebt sich nach links, um $\varepsilon(\lambda, P) \cdot \varepsilon(P, B)$.

Zinsniveau die Anpassung einer Kurve M oder λ zu schildern, so daß die absolute Zinselastizität von M bzw. λ für die Effizienz der Geldpolitik keinerlei Rolle spielt, demzufolge auch keine Liquiditätsfalle à la Keynes auftauchen kann.

Erhöhen Geldsubstitute die Vermögenselastizität $\mathcal{E}(\lambda, W_n)$, so ist aus Gleichung (13) unmittelbar ersichtlich, daß die Verschiebung der MM-Kurve sich verstärkt. D.h. die Kurve MM' verschiebt sich nach MM'_{GS}, i sinkt, P steigt unter Beibehaltung der CM'-Kurve. λ' paßt sich nach λ'_{GS} an, desgleichen geschieht mit M' nach M'_{GS}.

Die Effizienz der Geldpolitik wird durch Geldsubstitute erhöht (vgl. Abb. 7).

3. Geldpolitische Konsequenzen

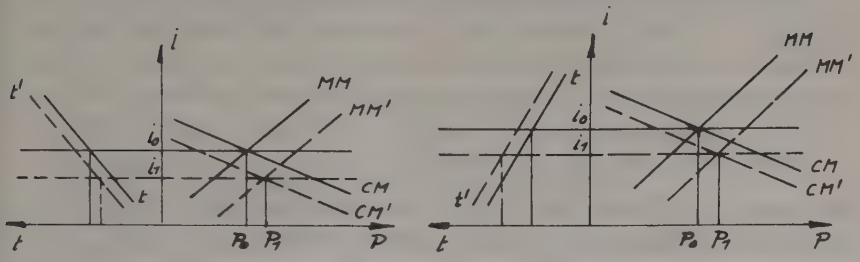
Im Mittelpunkt des geldpolitischen Interesses der Monetaristen stehen die Banken. Ihre Geldschöpfung wird z.B. durch die Mindestreservepolitik beeinflußt. Die Geldmenge wird ohne die Depositen bei Finanzintermediären definiert. Da die Monetaristen an einen gut funktionierenden Kapitalmarkt "glauben", wenden sie sich zum Teil sehr vehement gegen jede Art von selektiver Kreditpolitik. Sie ziehen vor allem gegen die Zinshöchstvorschriften für Einlagen zu Felde. Dies unterscheidet sie ganz wesentlich von den Keynesianern, die selektive Eingriffe befürworten.

Die Ablehnung von Zinshöchstvorschriften erklären B/M wie folgt: Ist eine Zinshöchstvorschrift auf Termin- und Spareinlagen wirksam, d.h. ist der Marktzins (i) größer als der durchschnittliche Zins für Termin- und Spareinlagen (i_t), so verringert sich die Effizienz der Geldpolitik, da die Adaption eines monetären Impulses stärker über eine Anpassung der Bestände beim Geld oder Kredit stattfindet, als über die Anpassung des Marktzinses[1].

1 "Controls on rates paid on time and demand deposits contribute to a loss in efficiency (of monetary policy; Anmerkung des Verfassers) by requiring adjustment of asset portfolios instead of changes in rates". Brunner, K. u. Meltzer, A.H. = Monetarism = 175.

Anhand folgender Abbildung läßt sich dies verdeutlichen[1],

Abbildung 8: Wirkungen von Zinshöchstvorschriften für Einlagen im Brunner/Meltzer-Modell



wobei wir in Abb. 8(a) u. 8(b) rechts die uns schon bekannten CM- und MM-Kurven bei einer Erhöhung der Geldbasis antreffen. In (a) existieren keine Zinshöchstvorschriften. Der Quotient t aus Termin- und Spareinlagen zu Sichteinlagen nimmt mit steigendem Marktzinssatz i zu. Eine Zinssenkung von i_0 auf i_1 durch die Geldbasiserhöhung bewirkt als Folge von $\xi(t,P) > 0$ eine Linksverschiebung von t nach t'. Der absolute Wert von t sinkt.

In (b) verringert sich der Quotient t als Folge steigender Marktzinsen i bei einer wirksamen Zinshöchstvorschrift. Die Geldbasiserhöhung verursacht ebenfalls eine Linksverschiebung. Im Gegensatz zum vorhergehenden Fall nimmt t jedoch zu, da die Verschiebung der t-Geraden von t nach t' nicht von Bewegungen des Marktzinses dominiert wird, sondern der Quotient t sehr elastisch in Bezug auf eine Veränderung von P wird.

$$\xi(t,P) \text{ Abb. } 8b > \xi(t,P) \text{ Abb. } 8a$$

und $$\xi(t,i) \text{ Abb. } 8b < \xi(t,i) \text{ Abb. } 8a$$

Die Monetaristen wenden sich deswegen gegen die Anwendung von Zinshöchstvorschriften für Depositen[2].

---

1 Vgl. Brunner,K. u. Meltzer,A.H. = Monetarism = 176.

2 Vgl. ebenda; Friedman,M. = Controls =; Meltzer,A.H. = Issues =; derselbe = Regulation =. Eine Diskussion dieser Einwände und weiterer Bestandteile der selektiven Kreditpolitik siehe Studies in Selective Credit Policies = Credit =.

C. Wichtige Finanzintermediäre in den USA, Großbritannien und in der Bundesrepublik Deutschland - institutionelle Besonderheiten und geldpolitische Konzeptionen[1]

I. USA

1. Finanzsektor

a) Kennzeichen des Notenbanksystems

Der Zugang zur Diskussion um die Finanzintermediäre offenbart sich dem Leser nur, wenn er das Notenbanksystem der USA zumindest in den wesentlichen Punkten kennenlernt[2].

Gesetzliche Grundlage für die Zentralbank in den USA ist der Federal Reserve Act aus dem Jahre 1913[3]. Auf rund 280 Seiten, die doppelspaltig bedruckt sind, werden 30 Artikel formuliert und erläutert. Dieser grundsätzliche Text wird durch 25 Vollziehungserlasse (regulations) näher spezifiziert, die nach den Buchstaben A bis Z geordnet sind. In einem Anhang werden die Bestimmungen aus 66 Bundesgesetzen beigegeben, die das Notenbankwesen (Federal Reserve System, FRS) betreffen. Hieraus kann ersehen werden, daß das FRS ein sog. duales System ist. Hierunter versteht man, daß sowohl Bundes- als auch einzelstaatliche Gesetze und Institutionen die Banken regulieren[4]. Dies gilt auch, wie wir noch sehen werden, für die Finanzintermediäre. Natürlich bringt dies eine Vielfalt von Institutionen und Organen hervor, die exekutive und legislative Gewalten haben. Die Überschaubarkeit dieser Vielfalt an Regulierungen ist das eigentliche Problem des US-

1 Die Tabellen, Übersichten und Abbildungen dieses Abschnitts sind im Anhang aufgeführt. Häufig verwendete Begriffe werden, wie dies in der amerikanischen Literatur üblich ist, abgekürzt. Statistische Zahlenangaben ohne Quellenverweis wurden der Statistik der Zentralbank entnommen, vgl. Board of Governors = Bulletin =.

2 Zu einer ausführlichen Darstellung ziehe man aus der Fülle der Literatur folgendes heran, vgl. Board of Governors = System =; Guenther,H. = Banking =; Young,R.A. = System =. Aus der deutschen Literatur siehe Dormanns,A. = System =; Hew,F. = Entwicklungstendenzen =; Wie das amerikanische Notenbanksystem arbeitet = Notenbanksystem =.

3 Vgl. Board of Governors = Reserve Act =.

4 Vgl. Scott,K.E. = Dual Banking = 1.

amerikanischen Notenbank- und Finanzsystems[1].

Das FRS besitzt keine Autonomie[2]. Die Notenbank ist verpflichtet, dem Kongreß periodisch zu berichten; alle Anordnungen des FRS bedürfen der besonderen Proklamation durch den Präsidenten und der Zustimmung des Senats, so daß die Stellung des FRS innerhalb des staatlichen Gefüges von ihr selbst als "...independent within Government"[3] beschrieben wird.

Die gesamtwirtschaftliche Zielsetzung enthält für die Notenbank kein gesetzliches Mandat für die Preisniveaustabilisierung, auch andere Ziele, vor allem eine hohe Beschäftigung, werden von ihr angestrebt[4].

Die Organisation des FRS läßt sich als Pyramide darstellen[5] (vgl. Übers. 1 im Anhang).
Die Basis bilden, die auf 50 Staaten verteilten 12 Federal Reserve Banks (FRB), die rechtlich selbständig sind[6]. Sie sind die wesentlichen Exekutivorgane des FRS. Mit Ausnahme der Offenmarktpolitik führen sie die Geldpolitik aus. Die wesentliche Legislativfunktion besteht in der Möglichkeit der Bestimmung des Umfangs an Zentralbankkrediten für die Banken im Rahmen der Refinanzierungspolitik. Das Kapital der FRB wird von den Mitgliedern, den sog. Member Banks (MB) gehalten und wertpapierrechtlich verbrieft. Für die Banken (Commercial Banks, CB), die eine bundesstaatliche Zulassung haben (National Banks), besteht eine Mitgliedspflicht. Einzelstaatlich konzessionierte Banken können Mitglieder sein.

Der wesentliche Vorteil der Mitgliedschaft besteht in der Möglichkeit der Banken zur Refinanzierung über Wechselein-

1 Vgl. hierzu auch Kap. 1. b) (3) in diesem Teil der Arbeit.
2 Vgl. hierzu Braun,K. = Stellung = 147ff.
3 Board of Governors = System = 3.
4 Vgl. ebenda, 1.
5 Vgl. ebenda, 13ff.
6 Vgl. Board of Governors = Reserve Act = Section 4, 4ff.

reichung (discount window). Der wesentliche Nachteil besteht in der Verpflichtung zur Unterhaltung von Mindestreserven in der Form von zinslosen Guthaben bei den FRB. Die direkten Adressaten der Geldpolitik sind also nur die MB.

Den Mittelbau des Systems bildet das Federal Open Market Committee (FOMC). Die Mitglieder des FOMC bestehen mehrheitlich aus den vom Präsidenten ernannten Mitgliedern des Board of Governors und aus den Vertretern der FRB. Das FOMC ist das wichtigste geldpolitische Organ des amerikanischen Notenbankwesens, da es die Offenmarktpolitik, das bedeutendste Instrument der amerikanischen Geldpolitik, festlegt. Marktführer ist die FRB von New York.

Die organisatorische Spitze stellt der Board of Governors (BoG) dar. Neben Repräsentationspflichten erfüllt der BoG auch die Aufsichts- und Überwachungsfunktion über die FRB. Der BoG skizziert die Grundlinien der monetären Politik. Er bestimmt den Diskontsatz und den Mindestreservesatz für die MB sowie die Maßnahmen der selektiven Kreditpolitik (Zinsregulierungen usw.) für die MB. Kreditregulierungen kann er auch auf die Nonmember Banks (NMB) ausdehnen.

Die wichtigsten Instrumente der Geldpolitik sind:
- Offenmarktpolitik; wegen der hohen Staatsverschuldung ist das Volumen der Offenmarktgeschäfte sehr groß, sie wird täglich und nicht bloß gelegentlich eingesetzt.
- Mindestreservepolitik; sie ist nicht so effizient wie die Offenmarktpolitik, da für die NMB im Durchschnitt geringere Mindestreserven gehalten werden müssen[1] und dies durch staatliche Wertpapiere oder durch Interbankguthaben erfüllt werden kann[2]. Diese ungleiche Behandlung hat zu einer wahren

1 Einen Vergleich der Belastungen der Mindestreserveanforderungen für MB und NMB findet man bei Knight, vgl. Knight, R.E. = Requirements = vor allem 15ff.

2 Sog. pyramiding of reserves, d.h. die Mindestreservepolitik wird weniger effizient, da z.B. eine höhere Mindestreserve für alle CB zwar die Überschußreserven verringert, dadurch, daß die Mindestreserve jedoch im Interbankguthaben gehalten werden kann, wird dieser Liquiditätsdruck abgeschwächt, vgl. Boehne,E.G. = Fed Membership = 10.

Flucht aus dem FRS geführt[1]

- Refinanzierungspolitik; der Zentralbankkredit ist ein Privileg für die MB. Es besteht jedoch kein Recht auf automatischen Zugang zum discount window. Dieses Instrument ist nicht antizyklisch ausgelegt, sondern wird über die Zyklen hinweg stetig eingesetzt. Rediskontkontingente kennt das FRS nicht. Der Diskontsatz wird mit Verzögerung dem Tagesgeldsatz (federal funds rate) angepaßt und hat folglich nur bestätigenden Charakter.
- Selektive Kreditpolitik; in den USA gibt es rund 150 Gesetze und Regulierungen, "... telling us what we may and may not do with our money"[2]. Weiter unten werden wir uns vor allem mit den Zinshöchstvorschriften für Depositen beschäftigen. Die Regulierungen im Rahmen der selektiven Kreditpolitik gehen soweit, daß seit dem Credit Control Act aus dem Jahre 1969 der Präsident der USA den BoG autorisieren kann, jede Art von Kredit mengenmäßig zu begrenzen.

b) Banken und Finanzintermediäre - eine Bestandsaufnahme

(1) Wesentliche Merkmale der Finanzinstitute (ohne die Zentralbank)

- Commercial Banks (CB)[3]

Ende 1978 gab es 14.730 CB in den USA. Die 5.591 MB vereinigen 72,5% der Aktiva bzw. Passiva (1.198,777 Mrd. $) auf sich. Die CB sind die größte Finanzinstitutsgruppe in den USA[4].

Sie gelten als Banken im eigentlichen Sinne, d.h. sie dürfen Sichteinlagen entgegennehmen und können multipel Kredit schöpfen. Nach Ansicht des BoG laufen über sie primär die

---

1 Vgl. Boehne,E.G. = Fed Membership = 10 sowie Rose, der von 1960 - 77 (Juni) einen Rückgang der MB um 528 Institute errechnet hat (Gesamtzahl Ende September 1978:5593 MB), vgl. Rose,J.T. = Attrition = 11, Tab. 2.
Einen Überblick zu diesem Problem erhält der Leser von Klein,M.A. = Membership Problem = sowie aus der dort angegebenen Literatur.

2 Wriston,B.W. = Credit Allocation = VI.

3 Siehe hierzu Tab. 1 im Anhang.

4 Vgl. Tab. 5 im Anhang.

monetären Impulse des FRS[1].

Traditionell betonen sie die kurzfristigen Geschäftskredite, die, wie aus Tab. 1 im Anhang errechenbar ist, 46,4% der gesamten Aktiva ausmachen (Ende September 1978).

Die Hypotheken-, Konsumentenkredite sowie die Wertpapieranlage - ohne Aktien, die, wie wir schon wissen, gemäß dem Trennsystem nicht zum eigentlichen Bankgeschäft gehören - stellen die weiteren wesentlichen Aktivaanlagen dar.

Auf der Einlagenseite dominierten bis Mitte der sechziger Jahre die Sichteinlagen. Seither ist das Volumen der Termin- und Spareinlagen erheblich angestiegen und übersteigt das Volumen der Sichtdepositen.

Die Sonderstellung der CB hat sich in den USA auch in den Finanzkrisen gezeigt, die von ihnen und nicht von den Finanzintermediären verursacht wurden[2]. Beredte Beispiele sind die Bankrotterklärung der Knickerbocker Trust Co. in New York im Jahre 1907 sowie der Zusammenbruch der Banken in den USA von 1931 - 33[3].

- Nonbank Financial Intermediaries (NBFI)

Die Finanzintermediäre lassen sich danach unterscheiden, ob sie Depositen annehmen oder nicht[4]:

Depository-NBFI	- Savings and Loan Associations (SL)
	- Mutual Savings Banks (MSB)
	- Credit Unions (CU)
Nondepository-NBFI	- Life Insurance Companies (LIC)
	- Finance Companies
	- Andere NBFI

In der Statistik des FRS werden die Depository-NBFI und die LIC auch unter der Bezeichnung Thrift Institutions geführt oder als Savings Institutions bezeichnet[5].

---

1 Vgl. Wallich,H.C. (Mitglied des BoG) = Innovations = 12.

2 "... it is harder to think of a general financial crisis resulting from a failure of a nonbank financial intermediary". Goodhart,C.A.E. = Money = 140.

3 Zu den Ursachen siehe Brestel,H. = Oktobersturm =.

4 Vgl. Cargill,T.F. = Money = 152ff.

5 Vgl. Board of Governors = Bulletin = Tab. A 29.

Savings and Loan Associations[1]

Die SL sind nach den Banken die zweitgrößte Finanzinstitutsgruppe in den USA. Ende 1978 hatten 4.723 Institute eine Bilanzsumme von 523,542 Mrd. $. Sie sind in erster Linie Hypothekenkreditinstitute (Ende 1978: 82,7% der Aktiva). Die Spareinlagen bilden auf der Passivseite der Bilanz das Pendant (Ende 1978: 82,3% der Passiva). Wegen der einseitigen Finanzierungsleistungen werden diese Institute auch mit den Bausparkassen in der Bundesrepublik Deutschland verglichen[2]. Es gibt natürlich eine Reihe von Wesensunterschieden. Die SL bieten im Gegensatz zu den Bausparkassen eine Vollfinanzierung an[3]. Der wesentliche Unterschied liegt jedoch im Passivgeschäft. Die SL verfahren nicht nach dem Kollektivprinzip, wonach der Bausparer zumeist auch in den Genuß eines zinsgünstigen Darlehens kommt. Sie bieten vielmehr eine hohe Verzinsung für Spareinlagen an, die sie dann in der Form von Hypothekenkrediten weiterleiten. Da sie sich nicht durch Schuldverschreibungen refinanzieren, sind sie auch nicht mit den deutschen Realkreditinstituten vergleichbar.

Mutual Savings Banks[4]

Ende 1978 hatten 469 Institute eine Bilanzsumme von 158,174 Mrd. $. Sie sind nicht mit den deutschen Sparkassen vergleichbar, da diese als Universalbanken ein breites Dienstleistungsangebot offerieren. Sie ähneln vielmehr den SL[5]. Die wesentlichen Unterschiede sind: Noch stärker als bei den SL dominieren auf der Passivseite der Bilanz die Depositen (90,2% der Passiva). Zusammen mit den CB dürfen sie in einigen Staaten auch Sichteinlagen anbieten (Ende 1978 allerdings nur: 1,531 Mrd. $). Sie vergeben absolut und relativ weniger

1 Vgl. Tab. 2/3 im Anhang, für weitere Daten siehe United States League of Savings Associations = Fact Book =.

2 Vgl. Bühler,H.-D. = Bausparkassen = 120.

3 In der Bundesrepublik Deutschland beleihen die Bausparkassen im nachrangigen Raum.

4 Vgl. Tab. 2/4 im Anhang. Für weitere Daten siehe National Association of Mutual Savings Banks = Fact Book =.

5 Eine detaillierte Darstellung der Unterschiede und Gemeinsamkeiten von SL und MSB findet der Leser bei Teck,A. = Aspects =.

Hypothekenkredite (Ende 1978: 60,2% der Aktiva).

Die MSB gibt es nur im Osten der USA, vor allem in den Mittelatlantik und Neu-England Staaten mit besonderer Konzentration auf den Staat New York. Allein hier befinden sich über 50% aller Depositen der MSB[1]. Im Gegensatz zu den SL halten sie einen größeren Anteil an Wertpapieren.

Credit Unions[2]

Rund 23.000 Institute hatten Ende 1978 eine Bilanzsumme von 62,348 Mrd. $. Rund 75% der Aktiva sind Konsumentenkredite. 85,8% der Passiva sind Spareinlagen. Die Zielsetzung dieser Institute besteht in der Sparförderung ihrer Mitglieder. Entscheidend ist das Prinzip des common bond. Die Mitgliedsrechte werden durch sog. shares verbrieft, die sich praktisch nicht von gewöhnlichen Einlagen unterscheiden. Die Mitglieder müssen z.B. zur selben Kirche, Gemeinde oder was am häufigsten anzutreffen ist, zur selben Firma gehören. Dies hat ihnen auch in der deutschen Literatur die Bezeichnung "Betriebssparkassen" eingebracht[3]. Im Vergleich zu den bisher erwähnten Instituten gewähren sie eine höhere Verzinsung der Einlagen. Der Kreditzins ist relativ niedrig und darf 12% nicht überschreiten. Dies ist möglich, da die CU geringe Informationskosten für die Kreditwürdigkeitsprüfung ihrer Mitglieder benötigen und von der Zahlung der Einkommenssteuer des Bundes befreit sind[4].

Life Insurance Companies[5]

Ende 1978 hatten die LIC eine Bilanzsumme von 389,924 Mrd. $.

1 Prof. Yohe führt dies auf die puritanische Version der protestantischen Ethik zurück, die das Sparen als tugendhaft hervorhebt und entlang der Ostküste der USA beheimatet ist, vgl. Ettin,E.C. = Financial Intermediaries = 61, Fußnote 15.

2 Vgl. Tab. 2 im Anhang. Für weitere Daten siehe Credit Union National Association, Inc. = Yearbook =.

3 Vgl. Möschel,W. = Trennsystem = 23.

4 Siehe Clark,R.C. = Taxation =; Tucillo,J. = Taxation =.

5 Vgl. Tab. 2 im Anhang. Andere private Versicherungen als die Lebensversicherungen wollen wir vernachlässigen, da diese in den USA nur eine untergeordnete Rolle spielen (Ende 1976: rund 1/4 der Aktiva der LIC), vgl. Henning, C.N. u. Pigott,W. u. Scott,R.H. = Economy = 128.

Im Gegensatz zu den oben behandelten Instituten bieten sie keine Depositen an. Ihre Hauptaufgabe besteht darin, das Leben bzw. die Gesundheit ihrer Kunden im Rahmen einer Risikoversicherung, sog. term insurance bzw. accident and health insurance, abzusichern und durch Policen zu verbriefen. Hiermit ist kein Sparziel der Kunden verbunden, erst bei den Annuitäten und bei den nonterm life insurance policies werden neben dem Schutz auch Kapitalanlagemöglichkeiten geboten, die das Volumen der Geldsubstitute in dem Maße erhöhen, als die Policen einen Barrückkaufswert (cash surrender value) erhalten. Über diesen kann verfügt werden bzw. der Kunde kann diesen Wert in der Form von policy loans beleihen.

Die ihnen zufließenden Mittel legen die LIC vorwiegend (Ende 1978 55,9% der Aktiva) in Wertpapieren (218,114 Mrd. $) und in Hypotheken (27,2% der Aktiva) an. Rund 91% aller Wertpapiere waren Ende 1978 Wertpapiere privater Emittenten.

Finance Companies[1]

Rund 3.400 Finance Companies hatten Ende 1978 eine Bilanzsumme von 143,4 Mrd. $. Sie vergeben vorwiegend Konsumentenkredite und refinanzieren sich über kurzfristige Bankkredite, commercial papers[2] und langfristige Schuldtitel. Im Gegensatz zu den bisher erwähnten Finanzinstituten verbinden sie die Interessen der Kreditnehmer mit denen anderer Finanzinstitute, vor allem den Banken, über die die Zahlungen abgewickelt werden und über die sie sich vorwiegend refinanzieren. Sie gelangen folglich in Abhängigkeit von der bei Banken vorherrschenden Liquiditätssituation. Die Zentralbank hat folglich einen indirekten Einfluß auf diese Institute.

Andere NBFI

- Private and Government Pension Funds[3]; Ende 1978 hatten

1 Siehe Hurley,E.M. = Survey 1975 = (erscheint alle 5 Jahre).

2 Commercial papers sind Wechselkrediten vergleichbar, die jedoch über spezielle Wertpapierhändler am "offenen" Markt verkauft werden. Die commercial paper rate ist ein guter Indikator für die Entwicklung kurzfristiger Zinssätze, ebenso die treasury bill rate.

3 Vgl. Tab. 5 im Anhang. Weitere Informationen liefert Gup, B.E. = Financial Intermediaries = Kap. 8.

diese Institute eine Bilanzsumme von 351,6 Mrd. $. Die auf freiwilliger Basis von Unternehmen bzw. Bundesstaaten eingerichteten Pension Funds dienen, ähnlich wie die deutschen Sozialversicherungen, einer Bereitstellung von Einkommen für die Arbeitnehmer nach ihrer Zeit als Erwerbstätige.

Finanzinstitute, die den deutschen öffentlich-rechtlichen Sozialversicherungen ähneln, gibt es in den USA nur in sehr geringem Umfang (Social Security Retirement Funds; sie halten 1/5 aller Aktiva der Pension Funds).

- Investment Companies[1]; sie sind mit den deutschen Kapitalanlagegesellschaften zu vergleichen. Ihr Mittelzufluß erfolgt durch die Ausgabe von shares bzw. Investmentzertifikaten. Eine Verschuldung bei den Banken ist ihnen gesetzlich untersagt. Ihre Mittel legen sie breitgestreut in Wertpapieren an. Ende 1978 hatten sie eine Bilanzsumme von 45 Mrd. $. Seit Anfang der sechziger Jahre kam es zu einer stärkeren Diversifizierung, verwiesen sei nur auf die Real Estate Investment Trusts, die, wie die geschlossenen Fonds, auf eine bestimmte (hier: Grundbesitz) Finanzierung festgelegt sind.

(2) Banken und Finanzintermediäre: Langfristige Entwicklung

Die Entwicklung der Marktanteile gemessen an den Aktiva der Finanzinstitute ist im Anhang in den Tabellen 5 und 6 dargestellt. Die Banken haben ihre Vorrangstellung von 1950–1978 nicht eingebüßt, auch wenn sie bis Mitte der sechziger Jahre Marktanteile an die Finanzintermediäre abgeben mußten. Nach einer leichten Erholung bis 1975, haben sie 1978 immerhin noch 43,4% aller Aktiva der Finanzinstitute gehalten.

Bei den Finanzintermediären fällt das langfristig starke Wachstum der SL auf. Aber auch die CU sowie die Pension Funds haben enorme Zuwachsraten zu verzeichnen gehabt, die deutlich über denen der Banken lagen. Wir wollen uns im folgenden auf die in Tab. 5 als FI_1 bezeichnete Gruppe der Finanzintermediäre (SL, MSB, CU, LIC) konzentrieren, die zusammen mit den Banken Ende 1978 81,8% aller Aktiva auf sich vereinigen konnten. Die Vernachlässigung der Gruppe FI_2 (Finanzinterme-

1 Vgl. Gup, B.E. = Financial Intermediaries = Kap. 10; sowie Tab. 5 im Anhang.

diäre ./. FI_1) ist aus zwei Gründen zu rechtfertigen:
Erstens konnte der Anteil, der ohnehin größeren Gruppe der Finanzintermediäre FI_1, an den Aktiva aller Finanzinstitute leicht gesteigert werden (1950: 35,0%; 1978: 38,3%). Der Anteil von FI_2 ist hingegen 1978 nicht einmal mehr so groß wie der Anteil, den die Gruppe FI_2 im Jahre 1950 einnahm (1950: 18,3%; 1978: 18,2%).
Zweitens beschränkt sich die aktuelle Diskussion über die Finanzintermediäre in den USA auf die Betrachtung des Verhältnisses von Banken und Finanzintermediären der Gruppe FI_1.

Aus Tab. 6 im Anhang kann das Verhältnis der Marktanteile von Banken und FI_1 ersehen werden. Von 1950-1960 haben die Banken stark an Boden verloren (61,8% i.Vgl. zu 52,0%). Vor allen Dingen konnten die SL und die CU aber auch die LIC in diesem Zeitraum ihren Marktanteil steigern. Der Anteil der MSB blieb konstant. Von 1960-1975 erhöhten die Banken ihren Anteil auf 55,1%. Bis 1978 fiel dieser Anteil auf 53,1%. Interessant ist, daß in einer Phase abnehmender Bedeutung der Banken (1955-1960) der Anteil aller Finanzaktiva von Banken und FI_1 am Bruttosozialprodukt von 93,7% auf 96,8% gestiegen ist. Dies kann bedeuten, daß das Bruttosozialprodukt in dieser Zeit stärker durch die Finanzintermediäre "finanziert" wurde als durch die Banken. Dem steht entgegen, daß eine Abnahme der Bedeutung der Banken im Zeitraum 1975-1978 von einer Verringerung des Anteils der Finanzaktiva am Bruttosozialprodukt begleitet wurde (114,6% zu 113,6%).

Eine weitergehende Interpretation verbietet sich demnach. Die Tabellen 5 und 6 sollen auch nur die langfristigen Entwicklungen aufzeigen. Aussagen über kurzfristige Tendenzen lassen sich daraus nicht ableiten.

(3) Regulatorische Struktur[1] im dualen System[2] und indirektes Kontrollpotential der Notenbank

Commercial Banks

Die Institutionen (BoG, FOMC, FRB) der Kontrolle von CB durch das Notenbanksystem haben wir oben schon dargestellt. Neben diesen Institutionen gibt es auf bundesgesetzlicher Grundlage noch weitere. Der Comptroller of the Currency hat ähnlich wie der BoG und die FRB die Aufgabe, die Mitgliedsbanken des Notenbanksystems zu beaufsichtigen. Die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) übernimmt die Depositenversicherung für Mitgliedsbanken und Nichtmitgliedsbanken des Notenbanksystems, sie schreibt Zinshöchstvorschriften für NMB und für MSB, die bei ihr versichert sind, vor (Reg. 329, i.w. identisch mit der Reg. Q). Neben diesen Bundesbehörden gibt es 50 einzelstaatliche Regulierungen für die NMB. Vorschriften, die z.B. die Mindestreservehaltung beschreiben sowie Liquiditätsreservesätze enthalten, usw. Wichtig ist, daß die Bundesbehörden vom Notenbanksystem unabhängig sind, jedoch in der Regel gleichgerichtete Entscheidungen treffen. Auf die einzelstaatlichen Regulierungen, die von State Bank Supervisors ausgeführt werden, hat die Notenbank keinen Einfluß. Diese Regulierungen greifen überall dort ein, wo das FRS keinen direkten Einfluß hat. Dies gilt vorwiegend für die State Member Banks, die als Mitgliedsbanken des Notenbanksystems der Geldpolitik des FRS unterliegen, aber gleichzeitig unterschiedlichen einzelstaatlichen Regulierungen, z.B. Kapitalrestriktionen und Dividendenzahlungen ,unterstellt sind[3].

---

1 "Indeed the complexity of the regulatory structure...is the result of accident in development rather than any preconceived design". Guenther,H. = Banking = 1.

2 Eine Erläuterung zu dieser Struktur gibt Scott,K.E. = Dual Banking =. Ebenso bei Deak,N.L. = Mechanismus =. Heggestad hat rund 3.500 Literaturquellen zusammengestellt, die sich mit der Regulierung der Finanzinstitute in den USA beschäftigen. Damit wird verständlich, daß unser Überblick nur kursorischen Charakter haben kann, vgl. Heggestad,A.A. = Regulation =.

3 Zur Struktur der Regulierungen von CB siehe Scott,K.E. = Dual Banking = 7, The Tangled Web of Bank Regulation.

Savings and Loan Associations[1]

Die SL unterliegen einer ähnlichen Regulierungsstruktur, die teilweise unabhängig von der Regulierung der Banken durch das FRS ist. Die SL mit federal charter sind automatisch Mitglieder des Federal Home Loan Bank Systems (FHLBS). Die wesentliche Aufgabe dieses Systems ist es, die Mitglieder mit Sekundärliquidität zu versorgen, um eventuellen Depositenabzügen begegnen zu können. Genau wie die anderen Finanzintermediäre haben die SL keinen direkten Zugang zu Zentralbankgeld des FRS, dieses ist nur den Mitgliedsbanken des Notenbanksystems vorbehalten (discount window)[2].

Ähnlich wie das FRS ist das FHLBS durch 12 regionale Banken als Exekutivorgane innerhalb der USA vertreten. Das Kapital dieser Banken wird von den Mitgliedsinstituten gehalten, diese haben dadurch die Möglichkeit, obenerwähnte Sekundärliquidität von diesen regionalen Instituten zu erhalten. Oberstes Organ dieses vorwiegend für Finanzinstitute längerfristiger Hypothekenkredite (SL aber auch MSB und LIC) gegründeten Systems ist der Federal Home Loan Bank Board (FHLBB). Dieser hat Aufsichtspflichten und reguliert die SL. Hierbei sind u.a. die Zinshöchstvorschriften und die Mindestreserveanforderungen zu nennen. Die Mitgliedsinstitute werden nach Absprache mit dem FDIC und dem BoG verpflichtet, ihre Einlagenzinsen nach oben zu begrenzen Der Kongreß hat bei Verabschiedung dieses Gesetzes besonderen Wert darauf gelegt, daß die Organe des FRS und des FHLBS gleichgerichtete Zinshöchstvorschriften für ihre Mitgliedsinstitute erlassen[3].

Die Mindestreservepflicht liegt bei 5% der Spareinlagen. Zusätzlich werden sog. net worth requirements verlangt, die sich an den Liquiditätsreserven, die das FRS für ihre Mitgliedsinstitute verlangt, orientieren, plus einem 20%igen Auf-

1 Zur Verteilung der Kompetenzen bei der Regulierung und der Einlagenversicherung der Banken, SL und MSB siehe Scott, K.E. = Dual Banking = 50.

2 Die NMB können sich in "Notfällen" direkt bei der Zentralbank verschulden, vgl. Board of Governors = System = 75.

3 Siehe hierzu Scott,K.E. = Dual Banking = 38 sowie Act of Sept. 21, 1966, Pub. L. No. 89/597, §§ 2-4 Stat. 824 codified at 12 U.S.C. §§ 371b,461,1425b,1128 (g) (1970 + Supp. V 1975) .

schlag. Die Mindestreservepflicht kann in Staatsschuldtiteln bzw. in Interbankguthaben gehalten werden. Hieraus ergibt sich für die Geldpolitik das schon für die NMB beschriebene Problem eines pyramiding of reserves. Die Mitgliedsinstitute versichern ihre Einlagen bei der Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC). SL mit einzelstaatlicher Konzession sind zumeist ebenfalls bei der FSLIC einlagenversichert. Rund 50% sind ebenfalls Mitglieder des Systems. 15,4% der Institute waren Ende 1975 keine Mitglieder des FHLBS und unterliegen einzelstaatlichen Regulierungen.

Mutual Savings Banks

Die MSB unterliegen keinem dualen System. Sie sind einzelstaatlich konzessioniert und werden auch folglich einzelstaatlich kontrolliert. 2/3 aller Institute sind mit ihren Einlagen freiwillig bei der FDIC versichert. Ende 1978 waren 86 Institute Mitglieder des FHLBS und unterliegen oben beschriebenen Regulierungen. 1/3 aller Institute werden von einer State Fund Corporation reguliert und sind bei dieser einlagenversichert. Die Zinshöchstvorschriften für die MSB legt der FHLBB fest (Reg. 329), sofern die MSB bei der FDIC einlagenversichert bzw. Mitglieder des FHLBS sind.

Credit Unions

Die CU mit federal charter werden von der National Credit Union Administration (NCUA) überwacht, kontrolliert (z.B. Zinshöchstvorschriften für Depositen) und einlagenversichert. Institute mit state charter werden von sog. State Agencies beaufsichtigt.

Life Insurance Companies

Nahezu alle LIC haben eine state charter und werden von der für den Bundesstaat zuständigen State Insurance Agency überwacht und kontrolliert. Die Ausnahme bilden 2 LIC in Cincinnati und Indianapolis, die dem FHLBS mit seinen regulatorischen Kompetenzen angehören (diese Lebensversicherungen unterliegen keinen Zinshöchstvorschriften oder Mindestreserven in der Form, wie sie die SL unterhalten müssen, da die LIC keine Depositen anbieten). Die einzelstaatlichen

unterschiedlichen Regulierungen betreffen die Anlagemöglichkeiten und schreiben die Struktur der Aktivaanlagen vor.

Die Struktur des dualen Systems der Finanzinstitute in den USA ist im Anhang, in der Übersicht 2, dargestellt. Bei der Betrachtung dieser regulatorischen Struktur kann man sich nur wundern, daß es bislang zu keinen Kompetenzüberschneidungen kam. Es wurden jedoch Zweifel laut, die diese nahezu unüberschaubare Vielfalt (z.B. gibt es neben den Institutionen, die Zinshöchstvorschriften für Einlagen auf Bundesebene festlegen - BoG, FDIC, FHLBB, NCUA noch insgesamt 20 unterschiedliche Regulierungen in einzelnen Bundesstaaten) zwecks besserer Transparenz und Effizienz der Geld- und Kreditpolitik eindämmen möchten, denn schließlich sollte die monetäre Politik eine Einheit darstellen und "...is clearly a national responsibility, it cannot be sliced 50 ways and still be effective"[1].

Das indirekte Kontrollpotential der Notenbank wirkt bei der Kontrolle der Finanzintermediäre, wie wir im Teil B der Arbeit gesehen haben, über die monetären Märkte. Die Notenbank kann Finanzintermediäre indirekt über die Beeinflussung der Banken zu einem gleichgerichteten Verhalten veranlassen, wenn die Finanzintermediäre sich wesentlich bei den Banken durch Direktkredite refinanzieren bzw. sie sich durch die Ausgabe von festverzinslichen Wertpapieren am Kapitalmarkt ihre Mittel beschaffen, und die Banken diese Schuldtitel zu einem Großteil besitzen.

Wie man aus den Bilanzen der Finanzintermediäre erkennen kann, sind diese bei den Banken durch Direktkredite nicht wesentlich verschuldet. Sie refinanzieren sich kaum über die Commercial Banks Ende 1978: 27,6 Mrd. $, dies entspricht 2,4% der Bilanzsumme der Finanzintermediäre (FI_1).

Wie Schimmöller[2] in einer Untersuchung festgestellt hat, ist der Kapitalmarkt (Aktien + festverzinsliche Wertpapiere) in den USA vom Geldmarkt relativ unabhängig. Der Anteil der Banken am Nettoabsatz festverzinslicher Wertpapiere

1 Boehne,E.G. = Fed Membership = 15.
2 Vgl. Schimmöller,H. = Kapitalmarktstrukturen = 76f.

betrug von 1960-70 nur 25,2% (in der Bundesrepublik Deutschland: 42,8%). Für die Finanzintermediäre in den USA spielt diese geringe Geldmarktabhängigkeit keine Rolle, da sich weder die SL noch die MSB oder die CU und die LIC über die Ausgabe von Wertpapieren am Kapitalmarkt refinanzieren; sie sind vielmehr reine Spardepositeninstitute bzw. Zwecksparinstitute (LIC)[1].

Oben haben wir gesehen, daß die Finanzintermediäre auch direkt kontrolliert werden. Diese Kontrollen werden jedoch nicht durch Institutionen des FRS ausgeführt. Die bundesstaatlichen Behörden (BoG, FDIC, FHLB, NCUA) koordinieren ihre Kontrollaktivitäten zwar bzgl. der Zinsregulierungen, die Belastungen für die Finanzinstitute sind jedoch unterschiedlich. Hinzukommt, daß die Zinsregulierungen auf einzelstaatlicher Ebene für die Banken und die Finanzintermediäre nicht einheitlich sind. Dies belastet zusätzlich die Effizienz der Geldpolitik.
Bei den Mindestreserveregulierungen wird deutlich, daß schon zwischen den Mindestreserveregulierungen innerhalb der Banken (MB und NMB) so große Differenzen zu Gunsten einer geringeren Belastung der NMB bestehen, daß es nicht verwundern kann, wenn die Mitgliedschaft beim Notenbanksystem für die NMB zunehmend unattraktiver wird. Hieraus können sich Konsequenzen für die Effizienz der Geldpolitik ergeben, die zunehmend weniger Einfluß auf die Banken erhält.

2. Aggregative Wirkungen der Finanzintermediäre

a) Qualität der Geldsubstitute

Geldsubstitute erfüllen die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes und bieten eine entsprechende Verzinsung, auch sollten sie kurzfristig realisierbar sein.

Die Einlagen der SL sind i.Vgl. zu den Termin- und Spareinlagen der Banken bessere Geldsubstitute als zu den Sichteinlagen. Dies zeigt ein Blick auf die Laufzeiten der Einlagen bei SL. Der Anteil sog. passbook savings accounts, die im Gegensatz zu den Sichteinlagen der Banken verzinst werden,

1 Vgl. hierzu auch Brill,D.H. u. Ulrey,A.P. = Role =.

fiel seit 1966 von 88,3% auf 31,9% aller Depositen der SL im Jahre 1978, die bei der FSLIC versichert sind. Über diese Einlagen kann jederzeit verfügt werden. Der Anteil der certificates and special accounts stieg hingegen im gleichen Zeitraum kontinuierlich von 11,7% auf 68,1%. Die Laufzeit dieser Einlagen liegt zu 30,2% über 2 Jahren. Die Mindestsparzeit dieser Einlagen beträgt 90 Tage[1].

Zur Laufzeitenstruktur der Depositen der MSB waren keine statistischen Unterlagen verfügbar. Gesetzliche Vorschriften schreiben eine Mindestsparzeit von 30 bis 90 Tagen vor; von dieser Regelung haben jedoch die meisten MSB Abstand genommen[2], so daß praktisch über die Spareinlagen bei MSB jederzeit verfügt werden kann und diese als relativ gute Substitute auch für Sichteinlagen bei CB anzusehen sind, zumal in den Staaten Conneticut und Maine es den MSB erlaubt ist Sichteinlagen zu unterhalten (sog. checking accounts), deren Volumen Ende 1978 1,531 Mrd. $ betrug[3].

Die durchschnittliche Spareinlagensumme bei CU ist vergleichsweise zu den anderen Finanzintermediären kleiner. Da angenommen werden kann, daß "kleinere"Sparer weniger zinselastisch als "größere" Sparer sind[4] und die Einlagen bei den CU einem bestimmten Zweck dienen, dürften die Spareinlagen bei CU nur in loser Substitution zu den Depositen der Banken stehen.

Der Mittelzufluß der LIC besteht nicht aus Depositen, jedoch erhöhen die LIC den Geldsubstitutionsbestand durch den Rückkaufswert (cash surrender value) einer Lebensversicherung, die gekündigt wird. Diese Geldsubstitute sind jedoch nicht kurzfristig verfügbar, auch ist zu vermuten, daß die Ersparnisbildung der privaten Haushalte in der Form von Versicherungspolicen den Motiven einer langfristigen Ersparnisbildung unterliegen[5](wie z.B. Sicherheitsdenken, Risikoab-

1 Vgl. United States League of Savings Associations = Fact Book 1979 = 61ff. sowie die im Anhang aufgeführte Tab. 7.

2 Vgl. Teck,A. = Aspects = 39, Fußnote 23.

3 Vgl. Board of Governors = Bulletin = Tab. A 29, Position 27.

4 Vgl. Board of Governors = Nonbank = 59.

5 Vgl. Savings Institutions and Monetary Policy = Institutions = 2.

deckung).

Da bei den SL eine Tendenz zu einer längeren Laufzeit der Einlagen festzustellen ist, kann es nicht verwundern, daß empirische Studien vorwiegend für die siebziger Jahre festgestellt haben, daß die Geldsubstitute der Finanzintermediäre gute Substitute zu Termin- und Spareinlagen der Banken sind, aber schlechtere Substitute für Sichteinlagen bei Banken[1].

Im Teil B der Arbeit haben wir die These aufgestellt, daß bei einer Annäherung der Zinsraten der Zinsstruktur von Finanzaktiva einer Volkswirtschaft davon ausgegangen werden kann, daß das Liquiditätsbedürfnis verstärkt durch Geldsubstitute der Finanzintermediäre befriedigt wird. In Abb. 9 im Anhang sind drei wichtige Zinsraten der Zinsstruktur in den USA dargestellt. Hieraus ist ersichtlich, daß der kurzfristige Zins (für treasury bills) und der langfristige Zins (für government bonds) nach 1964 sich stärker als zuvor angenähert haben (siehe 1965/66/68/69/72/73). Dies gilt nicht für den Zins der corporate bonds, der sich seit 1965 stärker von den anderen Zinsraten absetzt. Aus der Zinsstruktur der USA können demnach keine Aussagen über die Geldsubstitute abgeleitet werden[2].

b) Die Regulation Q und ihre Folgen

Die Habenzinsen der CB werden in den USA seit 1933 durch den Banking Act reguliert. Ursprünglich wurden die Höchstzinssätze für Termin- und Spareinlagen bzw. das Verzinsungsverbot für Sichteinlagen eingeführt, um den ruinösen Wettbewerb der Banken zu verhindern und damit die Einlagen des Publikums zu sichern. In diesem ruinösen Wettbewerb sah man eine der wesentlichen Ursachen für den die Weltwirtschaftskrise auslösenden sog. "Schwarzen Freitag"[3]. In den sechziger und sieb-

---

1 Vgl. Cagan,P. u. Schwartz,A.J. = Money Substitutes =; Edwards,F.R. = Money =; Moroney,J.R. u. Wilbratte,B.J. = Money Substitutes =; Slovin,M.B. u. Sushka,M.E. = Shift =. Diese Untersuchungen berücksichtigen noch nicht die neueren Tendenzen insbesondere bei der Einlagendiversifizierung der CB und der Finanzintermediäre, auf die wir unten noch eingehen werden.

2 Vgl. hierzu auch Board of Governors = Review = 703 sowie Sametz,A.W. = Capital = 393.

3 Vgl. hierzu ausführlicher Cox,A.H. = Regulation =; Taggart, R.A.Jr. u. Woglom,G. = Ceilings = 27ff.

ziger Jahren sollte die Reg. Q vor allem die Inflation dämpfen, den Zinssatz niedrig halten und damit den Wohnungsbau fördern[1]. Im folgenden werden wir anhand des Einlagenwettbewerbs zwischen den Banken und den Finanzintermediären zeigen, daß dieses Vorhaben weitestgehend mißlang, womit zugleich wesentliche Wirkungen der Finanzintermediäre in den USA dargestellt werden können. Auf eine wichtige Konsequenz, die sich aus der Reg. Q ergab, sei am Rande aufmerksam gemacht. Die Reg. Q ist verantwortlich für die Entstehung des Eurodollarmarkts, da die Geld- und Kapitalanleger im Inland keine lukrative Verzinsung ihrer Einlagen erhielten[2].

(1) Einlagenwettbewerb und Financial Disintermediation

Die Reg. Q beeinträchtigte den Zins- und Einlagenwettbewerb für Spargelder zwischen CB und den Finanzintermediären nicht bis Anfang der sechziger Jahre. Die fünfziger Jahre waren von einem phänomenalen Depositenzuwachs der SL gekennzeichnet [1950: 20,0%; 1960: 36,4% aller Spareinlagen bei Finanzinstituten (ohne Zentralbank)] . Die Banken verloren in diesem Jahrzehnt Anteile an den Depositen (1950: 50,2% 1960: 39,4%). Die CU konnten in diesem Zeitraum ihren Anteil verdoppeln. Die MSB verloren 7,2% (vgl. Tab. 8, Abb. 10).

Betrachtet man die Sparströme der privaten Haushalte, die, wie wir wissen, die wesentlichen Überschußeinheiten in einer Volkswirtschaft sind, so fällt auf, daß 1950 ganze 1,0% der Ersparnisbildung dieser Haushalte auf Spareinlagen der Banken fielen. Bis 1960 stieg dieser Anteil auf 9,0%. Wie aus Tab. 9 ersichtlich ist, dominierten in den fünfziger Jahren die Finanzintermediäre auch die Ersparnisbildung der privaten Haushalte (1960: insgesamt 42,5%). Die Ersparnisbildung bei den LIC verläuft, wie schon an früherer Stelle vermutet, relativ stetig, wenngleich nicht zu verkennen ist, daß die LIC seit 1950 (29,6% der Ersparnisbildung der privaten Haushalte)bis 1978 (3,9%) Anteile verloren haben (vgl. Tab. 9, Abb. 11).

1 Vgl. Schmidt,H. = Habenzinsbindung = 308ff.

2 Vgl. Engels,W. = Notenbanktechnik = 95.

3 Unter Einlagenwettbewerb verstehen wir hierbei den Wettbewerb um Spar- und Termineinlagen. Die Sichteinlagen bei Banken haben in den siebziger Jahren verstärkt an Bedeutung verloren, vgl. Board of Governors = Bulletin =.

In der Literatur besteht Einigkeit darüber, daß die Depository-NBFI dieses Wachstum in den fünfziger Jahren ihrem Zinsvorsprung bei den Depositen gegenüber den CB zu verdanken haben[1].

1962, wie schon 1957, gerieten die Banken mit ihrer Verzinsung an die Obergrenze. Der BoG erhöhte die "ceilings". Die Zinsdifferenz zwischen den Banken und den SL und den MSB verringerte sich[2]. Hierdurch und durch die Schaffung neuer Einlageninstrumente, sog. certificates of deposits[3], gewannen die CB verstärkt Einlagen hinzu, auch flossen ihnen vermehrt Sparanteile privater Haushalte zu. Durch die steigenden Einlagenzinsen offenbarte sich ein Dilemma bei den SL sowie den MSB. Da beide vorwiegend Hypotheken zu festen Zinsbedingungen vergeben, sind sie auf der Einlagenseite nur beschränkt zinsflexibel. Die turnover rate (Verhältnis von während einer Periode abgezogenen Spareinlagen bzw. zurückbezahlter Kredite zum Anfangsbestand von Einlagen bzw. von Krediten) ist z.B. bei den SL auf der Einlagenseite wesentlich höher (Ende 1978: 58,4%) als bei den Krediten (Ende 1978: 16,9%)[4].

1966 kam es zum ersten "credit crunch"[5]. Als Folge der Inflation stieg das Zinsniveau ab Mitte der sechziger Jahre. Die MSB und die SL konnten kurzfristig ihre Habenzinsen nicht erhöhen und verloren i.Vgl. zu den CB, die auch Einlagenzuwächse einbüßten, Einlagen- und Kreditmarktanteile. Die CB verringerten ihren Anteil an den Ersparnissen der privaten Haushalte (1965/66: von 31,2% auf 21,7%; bei den SL von 17,8% auf 6,6%). Die Depositen der Banken wuchsen um 9,3% im Gegensatz zu z.B. 3,3% der SL (vgl. Tab. 8/9 im Anhang).

---

1 Z.B. Grebler,L. = Future = 36ff. Hendershott,P.H. u. Villani,K.E. = Regulation = 58ff. sowie Vernon,J.R. = Study =. Siehe auch die empirische Evidenz in United States League of Savings Associations = Fact Book 1966 = 17 u. dieselbe = Fact Book 1979 = 15, dargestellt in Tab. 10 des Anhangs.

2 Vgl. Abb. 1 in Slovin,M.B. u. Sushka,M.E. = Shift = 722.

3 Diese entsprechen in etwa den deutschen Sparbriefen, vgl. Bundesbank wünscht keine DM-Einlagenbriefe in USA = Bank =.

4 Vgl. United States League of Savings Associations = Fact Book 1979 = 79.

5 Siehe auch Financial Crisis Institutions and Market in a Fragile Environment = Crisis =.

Daraufhin wurden die MSB und die SL[1] ebenfalls den Zins - höchstvorschriften unterstellt. Im Gegensatz zu den Banken, die den Vorteil einer Bereitstellung von Sichteinlagen haben, dürften die Finanzintermediäre eine geringfügig höhere Verzinsung ihrer Einlagen bieten. Mit dieser Regelung sollte vor allen Dingen der Wohnungsbau stabilisiert werden, der jedoch 1966 und später in 1970 und 1975 einen erheblichen Einbruch bei den Hypothekenkrediten erlebte (vgl. Tab. 11, Abb. 12)[2].

Die Zinshöchstvorschriften wurden jedoch auf vielfältige Art und Weise von den Banken und den Finanzintermediären umgangen. Die Banken versuchten durch certificate of deposits in der Kategorie von $ 100.000 und darüber, die nicht reguliert wurden, sowie durch ihre bank holdings, verstärkt Einlagen anzuziehen. Die Finanzintermediäre verkauften verstärkt ihre Hypothekenforderungen an eigens dafür eingerichtete staatliche Institutionen[3], wie z.B. die Federal National Mortgage Association (in Finanzkreisen auch Fannie Mae genannt) oder die Government National Mortgage Association (genannt: Ginnie Mae). Hieraus entstand ein doppeltes Spiel. Für den Forderungsverkauf wurden von staatlicher Seite Marktzinssätze gezahlt, auf der Einlagenseite wurde jedoch eine Zinsbindung verlangt, um den Wohnungsbau trotz restriktiver Zentralbankpolitik zu stützen. Um Einlagen anzuziehen, boten Banken und Finanzintermediäre Geschenke an, die den Sparer veranlassen sollten, die Einlagen bei dem betreffenden Institut vorzunehmen. Die Geschenke reichten je nach Einlagenhöhe von Büchsenöffnern bis zu einem "Rolls Royce"[4].

Im Ergebnis kann für die Banken sowohl bei den Depositen als auch bei der Aufteilung der Ersparnis der privaten Haushalte von 1965 - 1978 ein größeres Wachstum als bei den Finanzinter-

---

1 Auch die CU unterliegen Zinshöchstvorschriften, die jedoch höher ausfallen, als die der SL und MSB. Siehe hierzu Schmidt,H. = Habenzinsbindung = 294f.

2 Einen Überblick hierzu gibt Grebler, vgl. Grebler,L. = Studie =.

3 Vgl. hierzu Kimball,R.C. = States =.

4 Vgl. hierzu Schmidt,H. = Habenzinsbindung = 304ff. sowie in neuerer Zeit die Pressemeldungen, vgl. US-Banken = Teddybären =; US-Banken = Rolls Royce =; US-Banken = Tafelfreuden =; US-Sparkassen = Prominente =.

mediären festgestellt werden (vgl. Tab. 8/9 sowie Abb. 10/11). Folglich war es nicht verwunderlich, daß sich die Finanzintermediäre Anfang der siebziger Jahre zur Wehr setzten. 1972 boten die MSB sog. negotiable orders of withdrawals accounts (NOW-Konten) an[1]. Dies sind Sparkonten, die verzinst werden und über die mittels Scheck verfügt werden kann. 1976 boten neben den MSB auch die SL in allen Neu-England Staaten diese Konten an. Die Banken konterten und boten ebenfalls NOW-Konten in den Neu-England Staaten an. Die Folgen dieser bedeutenden institutionellen Änderungen werden wir unter (2) näher darstellen.

Für unsere Arbeit ist wichtig, daß durch die Zinshöchstvorschriften für Depositen der Einlagenwettbewerb zwischen Banken und Finanzintermediären intensiver wurde und dazu führte, daß die Finanzintermediäre (hier: MSB,SL und CU[2]) nicht mehr bloß auf Spareinlagen spezialisiert sind. Weiterhin ist wichtig - dies zeigen die Abb. 10/11-,daß die Finanzintermediäre langfristig vor allem in den fünfziger Jahren höhere Einlagenzinsen als die Banken boten. Die Überbietung der Habenzinsen geschah aber nicht in der Weise, daß die Finanzintermediäre kurzfristig die Zinssätze der Banken in restriktiven Phasen der Geldpolitik versuchten zu überbieten[3]. Das Depositenwachstum und die Sparströme zeigen vielmehr, daß bei steigenden Marktzinsen, die die erlaubten Höchstzinssätze überschreiten, die MSB und die SL sowie die CU einen geringen Zuwachs an Depositen und Ersparnissen privater Haushalte haben. Die Banken konnten wegen ihres vielfältigen Einlagenangebots bei steigenden Zinsen zwar ebenso einen Einlagenverlust nicht vermeiden. Dieser war jedoch weitaus geringer.

Perioden, in denen die Marktzinssätze die Zinshöchstvorschriften für Einlagen überschreiten, werden als "Financial

---

1 Vgl. Lovati,J.M. = Similarity = 8ff.

2 Bei den CU sind dies die den NOW-Konten ähnlichen share drafts accounts.

3 Zur empirischen Evidenz siehe Benavie,A. = Intermediaries =; Bloch,E. = Decades =; Boorman,J.T. u. Peterson,M.O. = Instability =; Friend,I. = Effects =.

Disintermediation"[1] bezeichnet, einer substantiellen Verringerung des Depositenwachstums der Finanzinstitute, der von einer Zunahme sog. credit market instruments in den Portefeuilles der privaten Haushalte begleitet wird (vgl. Tab. 9 in den Jahren 1966/69/74)[2].

Die SL und die MSB[3] verringern folglich ihre Hypotheken und erfahren einen Druck auf ihre Erträge, wohingegen die Banken und insbesondere die größeren Banken - sie können in höherem Maße certificates of deposits in der Kategorie von $ 100.000 aufwärts anbieten als kleinere Banken - wegen alternativer Einlagenquellen weniger betroffen sind. Aus Abb. 13 im Anhang ist ersichtlich, daß die privaten Haushalte vor allem ab 1965/66 bei steigenden Erträgen aus kurzfristigen Staatsschuldtiteln (treasury bills) ihre Spareinlagen umgeschichtet haben von Einlagen bei Finanzinstituten in eben diese Staatsschuldtitel (vgl. auch Tab. 9; Spalte: Credit and Equity Instruments).

Erfahrungen aus 1966[4]

Wie aus Abb. 14 ersichtlich ist, haben die SL und die MSB im Jahre 1966 stärkere Einlageneinbußen zu verzeichnen gehabt als die Banken. Die größeren CB konnten durch die Emission von certificates of deposits den Abschwung der Einlagen bremsen. Ab Mitte 1966 schafften sich die Banken im Gegensatz zu den Finanzintermediären noch zusätzliche Mittel auf dem Geldmarkt. Auch der Zugang zum Eurodollarmarkt stand ihnen offen.

Im Endeffekt kam es 1966 zu einem starken Einbruch auf dem

1 Siehe hierzu Fand,D.I. = Viability =; Gibson,W.E. = Thrift Institutions =; Hester,D.D. = Disintermediation =; Mc Kelvey,E.F. = Disintermediation =; Mitchell,W. = Monetary Restraint =.

2 Credit market instruments sind vorwiegend Staatsschuldtitel, die einer Zinsregulierung nicht unterliegen.

3 Die CU werden üblicherweise in der Literatur bei der Behandlung der Financial Disintermediation ausgeklammert, da sie i.Vgl. zu den anderen Finanzinstituten keine allzu große Bedeutung haben. Dieser Vorgehensweise wollen wir uns anschließen. Siehe hierzu z.B. Harrington,J.J.Jr. = Investigation =.

4 Die Abbildungen der Perioden der Financial Disintermediation im Anhang basieren auf den Daten einer Studie des BoG, vgl. McKelvey,E.F. = Disintermediation =.

Hypothekenmarkt. Die private Kreditnachfrage wurde durch die schon früher beschriebenen Kreditverfügbarkeitseffekte eingeschränkt.

Erfahrungen aus 1969/70

Bei steigender treasury bill rate kam es 1969/70 ebenfalls zu einer Verringerung des Depositenwachstums bei CB, SL und MSB. Die Hypothekenkreditvergabe wurde ebenfalls eingeschränkt (vgl. Abb. 15). Die Banken versuchten durch neue Einlageninstrumente (stärkere Inanspruchnahme von commercial papers und repurchase agreements[1]) den Einlageneinbruch zu dämpfen. Da der Haupteil der Hypotheken von kleineren Banken vergeben wird und diesen das Instrument der Einlagenbeschaffung über Certificates of Deposits nicht zur Verfügung steht, war auch bei ihnen ein Rückgang der Hypotheken nicht zu verhindern. Den Finanzintermediären wurde erstmals die Möglichkeit eingeräumt, sich auf dem Geldmarkt Mittel zu beschaffen. Folglich verloren sie im Gegensatz zu 1966 dieses Mal weniger Depositen.

Erfahrungen aus 1973/74

Die Financial Disintermediation verlief nach gewohntem Muster (vgl. Abb. 16). Interessant war in dieser Phase die Einführung des sog. "wild card"-Experiments[2], wonach die Banken bei einer Mindesteinlage von $ 1.000,-- bei einer Anlagefrist von 4 Jahren erstmals Marktzinsen erhalten durften. Diese Einlagen unterlagen nicht der Reg. Q. Dieser Versuch der freien Marktzinsbildung wurde jedoch nach 4 Monaten schon beendet. Die erwähnten Einlagen wurden wieder der Reg. Q unterstellt.

(2) Funktionale Annäherung der Banken und der Finanzintermediäre (ohne die LIC)[3]

Während der fünfziger Jahre konnten die Finanzintermediäre (SL,MSB) die zinselastischen Einlagen an sich binden. Durch

1 Repurchase agreements: Verkauf von Aktiva mit Rückkaufgarantie zu einem späteren Zeitpunkt.

2 Siehe hierzu Kane,E.J. = Regulation =.

3 Siehe hierzu auch Übers. 3 im Anhang.

die substantielle Erhöhung der Reg. Q im Jahre 1962 konnten die Finanzintermediäre ihre Position nicht halten und wurden durch die Einbeziehung in die Zinsregulierung in ihrem Wachstum i.Vgl. zu den fünfziger Jahren gehemmt. Wie schon oben erwähnt, versuchen die Thrift Institutions die verhängnisvolle Abhängigkeit von relativ kurzfristigen Einlagen bei langfristiger Verschuldung zu mildern, indem sie Änderungen der Struktur ihrer Aktiva und Passiva vornehmen[1].

Bei den Aktiva betonen sie stärker die Anlage in kurzfristigen Forderungen. Sie bevorzugen Staatsschuldtitel mit kürzerer Laufzeit. Die kurzfristige Anlage der Mittel stieg z.B. bei den SL jahresdurchschnittlich von 1970 - 1976 auf 18,3% i.Vgl. zu 11% von 1960 - 1970.

Um die durchschnittliche Laufzeit anderer Aktiva zu verringern, ist es den MSB und den SL mit einzelstaatlicher Konzession in Connecticut, Maine und New York neuerdings auch erlaubt, Konsumentenkredite zu vergeben. Auch in das Kreditkartengeschäft sind die MSB und die SL eingetreten. Ende 1977 boten schon rund 1/4 aller MSB Kreditkartendienste an. Neuerdings gibt es auch für einige SL mit einzelstaatlicher Zulassung die Möglichkeit, sog. variable rate home mortgages anzubieten. Der Zinssatz dieser Hypotheken richtet sich nach einem Kostenindex für Einlagen, so daß sich die Verzinsung der Hypotheken innerhalb bestimmter Grenzen an die kurzfristigen Zinsen anpassen kann[2].

Hinzu kommt, daß die SL und die MSB sowie die CB in Zukunft auch mit Hypothekenkrediten der CU rechnen müssen, die bislang vorwiegend Konsumentenkredite vergeben haben. In der Vergangenheit durften sie nur Kredite mit einer maximalen Laufzeit von 10 Jahren vergeben. Seit 1977 wurde die Laufzeit auf maximal 30 Jahre ausgedehnt. Beim Konsumentenkredit sind die CU ohnehin stark beteiligt. Nach den Banken und den Finance Companies sind die CU der drittgrößte Konsumentenkreditgeber in den USA (Ende 1978: CB 147,7 Mrd. $; Finance Companies 50,5

1 Zum folgenden siehe Lovati,J.M. = Competition =; derselbe = Similarity =.

2 Vgl. Lovati,J.M. u. Gilbert,R.A. = Floating Ceilings =.

Mrd. $ und CU 40,4 Mrd. $)[1], wobei es ihnen gelang, in den siebziger Jahren ihren Anteil zu erhöhen. Man sieht, daß die CB sowohl von den CU durch die Konsumentenkredite als auch durch die MSB und SL und deren Umstrukturierung ihrer Aktiva in Zukunft einem stärkeren Wettbewerb ausgesetzt sein werden.

Noch intensiver als bei den Aktiva bemühen sich die Finanzintermediäre (MSB,SL,CU) auf der Einlagenseite den Banken Marktanteile abzunehmen. Die Finanzintermediäre bieten mit Ausnahme der MSB keine Sichteinlagen an. Möchte ein Einleger Zahlungen an Dritte leisten, so kann er sich entweder seine Spareinlagen in bar auszahlen lassen oder das Sichteinlagenkonto des Finanzintermediärs bei dessen Bank wird davon berührt. Durch die von den MSB ausgehenden institutionellen Änderungen (NOW-Konten, usw.) kann über die Depositen bei den MSB, SL und CU heute auch mittels Scheck verfügt werden. Allerdings ist das Volumen dieser NOW-Konten relativ gering (MSB, Ende 1978: 1,0 Mrd. $).

Die SL haben zunächst im Jahre 1974 2 Großeinkaufsmärkte (Hinky Dinky supermarkets) in Lincoln mit einem Einlagentransfersystem versehen, welches die Sparer bei "Bausparkassen" durch Plastikkarten, ähnlich den Kreditkarten, benutzen konnten. Nach einigen gerichtlichen Auseinandersetzungen, in denen der Staat Nebraska vorbrachte, daß die SL dadurch Bankgeschäfte betreiben würden, ohne eine entsprechende Banklizenz zu haben und einer höchstrichterlichen Entscheidung, dürfen die SL, MSB sowie die CU in den USA solche verzinslichen Scheckkonten anbieten[2].

Im November 1978 reagierte der BoG auf diese Entwicklung, indem er für alle Mitgliedsbanken des Notenbanksystems sog. Automatic Funds Transfers (ATS) erlaubte. Diese Konten führten, nachdem auch die CB in den Neu-England Staaten NOW-Konten anbieten durften, zu einer impliziten Verzinsung der Sichteinlagen der Banken. Der ATS erlaubte es den Banken, Sparkonten anzubieten, über die giral in jeder beliebigen

1 Vgl. Board of Governors = Bulletin = Tab. A 43.

2 Siehe hierzu Wallich,H.C. u. Keir,P.M. = Rolle = 691, Anmerkung 14.

Höhe verfügt werden kann[1].

Im Ergebnis kann festgehalten werden, daß sich die SL, MSB und CU funktional an die CB angenähert haben. Die Geldpolitik des FRS hat hiervon jedoch, was die regulatorische Struktur anbelangt, erst 1980 eine Veränderung vorgenommen[2]. In der Zwischenzeit wurden die Finanzinstitute nach wie vor, wie in Übers. 2 dargestellt, regulatorisch unterschiedlich behandelt.

c) Kredite der Lebensversicherungen und der Aktiv-Tausch der Finanzintermediäre

Wie gezeigt, fließen die Ersparnisse der privaten Haushalte den LIC relativ stetig zu. Nach den SL und den CB sind die LIC der drittgrößte Hypothekenkreditanbieter in den USA (vgl. Tab. 11 im Anhang). Wie aus Abb. 12 im Anhang ersichtlich ist, sind die Schwankungen, denen die LIC bei der Hypothekenkreditvergabe unterliegen i.Vgl. zu den Banken und den anderen Finanzintermediären, wesentlich geringer. Auch folgen sie nicht dem monotonen antizyklischen Rhythmus der Hypotheken bei diesen Finanzinstituten mit Ausnahme der Jahre 1953- 1957 in denen ein gewisser Gleichlauf mit den anderen Finanzinstituten festgestellt werden kann. Von den "credit crunches" 1966, 1969/70 und 1973/74 wurden die LIC nicht (1973/74) bzw. nicht so stark (1966 u. 1969/70) berührt als die Banken und die anderen Finanzintermediäre.

Aus den vorliegenden Daten läßt sich weder auf ein prozyklisches noch auf ein antizyklisches Hypothekenkreditangebot der LIC schließen. Dies kann durchaus eine Folge des stetigen Mittelzuflusses sein.

Eine in der amerikanischen Literatur intensiver geführte Diskussion über die sog. policy loans, deutet jedoch auf aggregative Effekte der LIC hin[3].

---

1 Zum ATS der CB siehe Tatom,J.A. u. Lang,R.W. = Transfer =.

2 Obwohl schon seit langem die Abschaffung der Zinshöchstvorschriften auch für die Thrift Institutions gefordert wird, vgl. z.B. Kaufmann,G.G. = Proposal =.

3 Vgl. Schott,F.H. = Policy Loans = u. die dort angegebene Literatur sowie Diller,S. = Credit Allocation = 15, figure 3.

Ähnlich wie bei den Lebensversicherungen in der Bundesrepublik Deutschland, können in den USA Policen der LIC beliehen werden. Der Zinssatz dieser Darlehen variiert jedoch nicht[1]. Die LIC versprechen dem Versicherungsnehmer bei Vertragsabschluß den cash surrender value auf Grund eines gesetzlich fixierten Darlehenszinses beleihen zu können.

Wie wir wissen, unterliegen die Lebensversicherungen unterschiedlichen einzelstaatlichen Kontrollen. Von den vierziger bis in die sechziger Jahre lag der Zinssatz der policy loans bei 5%. Seither ist mit Ausnahme des Staates New York der Zinssatz auf 6% heraufgesetzt worden[2].

Es ist naheliegend, daß bei steigenden Marktzinssätzen, die den Kreditzinssatz der policy loans übersteigen, verstärkt Policendarlehen nachgefragt werden, mit denen Ausgaben finanziert werden können und die damit den Intentionen einer restriktiven Geldpolitik entgegenwirken.

Dies wird durch empirische Evidenz bestätigt. In Phasen steigender Marktzinssätze vergeben die LIC absolut und relativ, gemessen an den Gesamtaktiva, mehr policy loans (vgl. Tab. 12 mit der Zinsentwicklung in Abb. 10 im Anhang). 1965/66 stieg das Wachstum der policy loans, gemessen am Wachstum der Aktiva, von 5,7% auf 16,8%. 1968/69 von 11,5% auf 29,4%, 1972/73 von 5,3% auf 17,3%. Das Volumen der Policendarlehen belief sich Ende 1978 auf 30,1 Mrd. $. Dies sind immerhin 28,7% des Hypothekenkreditvolumens der LIC. Gesamtwirtschaftlich betrachtet ist das durch die LIC in restriktiven Phasen bereitgestellte Volumen an Finanzierungsmitteln natürlich relativ gering. Das gesamte Volumen der policy loans macht nur 1,2% aller Finanzaktiva der Banken und Finanzintermediäre aus.

Da insbesondere die MSB und die SL ihre Hypothekenkredite immer einschränken, wenn die Marktzinssätze über die re-

---

1 Zu den Lebensversicherungen siehe die Übersicht in: Darlehen von der Lebensversicherung - Vorschuß = Darlehen = 369.

2 Vgl. Schott,F.H. = Policy Loans = 720, Fußnote 3 sowie Diller,S. = Credit Allocation = 13ff.

gulierten Habenzinsen steigen, bedeutet dies auch, daß die Kreditvergabe nicht prozyklisch erfolgt. Ein eventuell auftretender Aktiv-Tausch (z.B. von Wertpapieren in Direktkredite) kann folglich nur einer Abschwächung der Direktkreditvergabe entgegenwirken.

Die MSB, SL und CU sind zur Unterhaltung von reserve requirements verpflichtet. Diese Reserveanforderungen können sie in der Form von Staatsschuld (Kassenreserven, Wertpapiere mit einer Laufzeit von bis zu 5 Jahren) oder Sicht- bzw. Terminguthaben bei Banken in einer bestimmten Relation zum Sparkapital unterhalten. Diese Liquiditätsreserven sind nicht fixiert, sondern werden bei steigendem Zinsniveau in der Volkswirtschaft gesenkt, um die Finanzintermediäre zu veranlassen, z.B. ihren Wertpapierbestand abzubauen, um damit den Finanzintermediären Einlagen zu ermöglichen, mit denen sie Hypothekenkredite vergeben können. Ein Aktiv-Tausch ist also erwünscht[1].

Wie Abb. 17 zeigt, reduzieren die SL ihre Liquiditätsreserven parallel zur Verringerung der geforderten Liquiditätsquote. Besonders gravierend war der Abbau der Liquiditätsanlagen in den Hochzinsphasen 1969 und 1973/74. Von 1968 auf 1969 reduzierten die SL ihren Bestand an liquiden Aktiva von 14,1 Mrd. $ auf 13,3 Mrd.$; 1972/73 sogar von 24,4 auf 21,1 Mrd. $[2]. Dieser Abbau konnte jedoch die "credit crunches" nicht verhindern. Ohne diesen Aktiv-Tausch wären die Einbrüche beim Kreditangebot der SL allerdings noch intensiver ausgefallen.

Für die MSB und die CU gelten die gleichen Aussagen, auch

1 "It (FHLBB; Anmerkung des Verfassers) generally reduces the liquidity requirements to increase the funds available for mortgage lending when savings inflows decline and increase liquidity requirements when funds seem more abundant". United States League of Savings Associations = Fact Book 1979 = 83.

2 Ebenda, 81.

sie strukturieren bei steigenden Zinsen ihre Aktiva um[1]. Für die MSB, SL und CU sind diese variablen Liquiditätsreservesätze folglich eine Möglichkeit, den durch die Zinsregulierungen bedingten Sparabflüssen bei steigenden Zinssätzen zu begegnen. Allerdings ist dies auch ein gutes Beispiel dafür, daß, sobald eine Notenbank von einer selektiven Kreditpolitik Gebrauch macht, eine Regulierung die andere nach sich zieht und eine optimale Allokation der finanziellen Mittel hemmt.

Für die LIC bestehen in den USA einzelstaatliche Regulierungen der Portfoliostruktur, die erheblich voneinander abweichen, und auf die wir nicht näher eingehen können[2]. Im Gegensatz zu den SL, MSB und CU bestehen die Wertpapierbestände vorwiegend aus privaten Schuldtiteln (corporate bonds und securities). Aus den flow of funds-Daten des BoG ist ersichtlich, daß die LIC den Erwerb der corporate bonds bei steigenden Zinsen einschränken (1968/69 von 3,9 auf 1,5 Mrd. $ und 1972/73 von 7,0 auf 5,9 Mrd. $). Kassen- und Depositenbestände unterliegen keinen wesentlichen Veränderungen (vgl. hierzu Tab. 13). Der Abbau der corporate bonds fällt mit einer Erhöhung der policy loans zusammen, so daß für die LIC bei steigenden Zinssätzen die Möglichkeit besteht, durch die Verringerung der Wertpapierzuwächse eine Steigerung an Zuwächsen der Policendarlehen zu "finanzieren".

---

1 Die MSB verringerten 1969 u. 1973 ihren Bestand an US government securities um 1/2 Mrd. $, auch wurde der Bestand an state and local obligations nicht erhöht. Die MSB, die im Gegensatz zu den SL (diese dürfen private Schuldtitel nur in 6 Staaten halten) bedeutende Bestände an Wertpapieren privater Emittenten haben, verringern bei steigenden Zinsen den Zuwachs, 1969: + 0,3 Mrd. $ bzw. bauen diese Wertpapiere ab, 1973: - 1,1 Mrd. $. Die CU verringerten 1969 ihren Bestand an US government securities um 0,2 Mrd. $; 1972/73 erfolgte eine Verringerung des Zuwachses um 0,6 Mrd. $, vgl. Board of Governors = Flow = (saisonal bereinigte Zahlen) sowie National Associations of Mutual Savings Banks = Fact Book 1979 = 35, Tab. 45; Credit Union National Association, Inc. = Yearbook 1976 =.

2 Ausführlicher bei Gies,T.G. u. Mayer,T. u. Ettin,E.C. = Portfolio Regulations = 185ff.

3. Die Finanzintermediäre und die geldpolitische Konzeption der Notenbank

a) Die geldpolitische Konzeption bis 1979

Die Zeit nach dem 2. Weltkrieg bis 1975 war gekennzeichnet von einer Geldpolitik, die sich in den fünfziger und sechziger Jahren als eine Politik verstand, die in den Phasen, in denen der Staat sich verschuldete, ihre Aufgabe darin sah, die finanziellen Bedingungen in der Volkswirtschaft nicht zu ändern (sog. even keeling). Seit Mitte der sechziger Jahre orientierte sich die Geldpolitik auch an bestimmten Größen, wie den Reserven der Banken, den Geldmarktbedingungen oder dem Kreditvolumen. Dies waren allerdings nur experimentelle Ansätze[1]. In den USA kündigt die Notenbank seit 1975 monetäre Wachstumsziele an. Das bis 1979 gültige Konzept sah wie folgt aus[2]; die Notenbank gab 4 Zielwerte vor,

- jährliches Wachstum der Geldmengenraten $M_{1/2/3}$ und das Bankkreditvolumen (sog. credit proxy),
- zweimonatliches Wachstum von $M_{1/2}$,
- monatliche Veränderung des Geldmarktzinssatzes (federal funds rate),
- Bankreservenaggregat bis März 1976.

Zur Struktur der Geldmengengrößen ist folgendes zu sagen:

$$M_1 = D^G - (D^{IB} + D^{\ddot{O}H} + FL) + D^F + C \quad ^3$$

Sichteinlagen bei "Sparkassen" (MSB) sind nicht enthalten, Sichteinlagen des "Bundes" (Treasury) bei den CB werden nicht berücksichtigt. Die MB berichten der Notenbank ihre Geldmengenbestände täglich, die NMB berichten nur 4 Mal jährlich[4]. Die Geldmengenzahlen, die die Notenbank wöchentlich ver-

---

1 Hierzu ausführlicher Wallich,H.C. = Geldpolitik = sowie Wallich,H.C. u. Keir,P.M. = Rolle =.

2 Siehe auch Duwendag,D. = Ansätze = 75ff.

3 Mit D^G: Sichteinlagen bei CB; D^{IB}: Interbankguthaben; $D^{\ddot{O}H}$: Sichteinlagen der Treasury; FL: Float; D^F: Sichteinlagen der Ausländer bei den FRB; C: Bargeldumlauf (ohne C bei Treasury, FRB und CB).

4 Vgl. Boehne,E.G. = Fed Membership = 14.

öffentlicht (sog. Wednesday figures) sind folglich nur geschätzte Zahlen, die teilweise schon erhebliche Verwirrung in den Finanzkreisen verursacht haben[1].

M_2 enthält zusätzlich zu M_1 die Termin- und Spareinlagen der CB. M_3 enthält zusätzlich zu M_2 die Depositen der SL, MSB und CU. In der laufenden Statistik des FRS[2] wurden 2 weitere Definitionen M_4 und M_5 veröffentlicht, die jedoch für die geldpolitische Konzeption keine Rolle gespielt haben.

Das FRS fixiert also gleichzeitig Mengen- und Preisziele; Dies wirft das Problem der Konsistenz auf. Da der vorgegebene Geldmarktzinssatz (Schwankungsbreite:max. 1%) häufiger als die Geldmengenwachstumsraten (Schwankungsbreite: max. 6%) realisiert wurden, läßt sich vermuten (der BoG äußert sich hierüber nicht konkret), daß der Zinssatz als Indikator anzusehen ist, wohingegen die Geldmengenvorhaben längerfristig realisiert werden sollen.

Vor allem mit der mengenorientierten Offenmarktpolitik versucht die Notenbank, die Bankreserven zu verändern, dies ist wegen des hohen Bestandes an Staatsschuldtiteln sowie fehlender Sekundärliquidität der Banken leicht möglich. Daraus resultieren Zinseffekte, die die federal funds rate neben den direkten Zinseffekten, die u.a. aus der Reg. Q resultieren, verändern. Dadurch wird die Zinsstruktur auf dem Geld- und Kapitalmarkt beeinflußt. Das Bankkreditvolumen verändert sich, dieses wirkt wiederum auf die Geldmengenaggregate ein.

Man sieht, daß die Notenbank ihre Strategie der Transmission auf einen zins- bzw. portfoliotheoretischen Ansatz aufbaut, in dessen Mittelpunkt die zentrale Bedeutung der Banken für die Transmission monetärer Impulse steht. Bei der Geldmengendefinition M_3 werden auch die Geldsubstitute der Finanzinter-

---

1 Auch scheinen diese Angaben nicht standfest genug zu sein, um darauf Anlageentscheidungen zu gründen. So reichte die fehlerhafte Angabe einer Bank aus, um in der Veröffentlichung der M-Daten vom 10.10.1979 eine überhöhte M_1-Angabe des FRS in Höhe von 3 Mrd. $ zu bewirken. Die sofort eingeleitete restriktive Offenmarktpolitik verursachte nach Aussagen von Wall Street-Analytikern einen Kursverlust der Wertpapiere von 65 Mrd. $, vgl. Fehler in der US-Geldstatistik = Daten =. Die Notenbank hat hierzu bislang keine Stellung bezogen.

2 Vgl. Board of Governors = Bulletin = Tab. A 14.

mediäre berücksichtigt. Dies geschieht, weil die breiteren monetären Aggregate, wie der BoG feststellt, auch die längerfristig bestehende Tendenz zu zinsinduzierten Einlagenumschichtungen im Gegensatz zu M_1 berücksichtigt und folglich Schwankungen der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes in Bezug auf M_2 und M_3 nicht so zum Tragen kommen, wie dies bei M_1 der Fall ist[1].

Versucht man das skizzierte Konzept der amerikanischen Notenbank mit dem Etikett "keynesianisch" oder "monetaristisch" zu versehen, so kommen einem gewisse Zweifel, ob diese einseitige Festlegung überhaupt möglich ist[2]. Ein wesentliches monetaristisches Element ist sicherlich in der enormen Bedeutung zu sehen,die der amerikanischen Offenmarktpolitik zukommt. Die Wahl einer Geldmenge als Zwischenziel ist sicher auch ein monetaristisches Element, ebenso, daß die Banken im Zentrum des Transmissionsprozesses aus der Sicht der Notenbank stehen. Die Berücksichtigung der Geldsubstitute der Finanzintermediäre bei M_3 ist sicher kein monetaristisches Element. Die beschriebene Ausdehnung geldpolitischer Kontrollen auch auf die Finanzintermediäre ist jedoch ein Instrument, welches vor allem von Tobin gefordert wurde.

Bedenkt man weiterhin, daß in den USA die Geldpolitik nicht unter dem Primat der Preisniveaustabilisierung steht[3] (für Monetaristen ist dies ja die wesentliche Aufgabe der Geldpolitik bei langfristiger Betrachtung), so kann man diese Geldpolitik nicht alsmonetaristisch bezeichnen. Auch scheint die Festlegung von relativ großen Bandbreiten für die Geldmengenaggregate Zweifel des FRS ob der Realisierung der Wachstumsraten zu bestätigen. Diese Zweifel werden dadurch

---

1 Vgl. Wallich,H.C. = Statement =. Zur relativen Instabilität der Umlaufsgeschwindigkeit bzgl. M_1 i.Vgl. zu den Umlaufsgeschwindigkeiten, die sich auf M_2 und M_3 beziehen, vgl. Thomas,L.B.Jr. = Money = 334, Figure 14-2.

2 Siehe hierzu auch einen Forschungsbericht des Instituts für das Spar-, Giro- und Kreditwesen in Freiburg, vgl. Breuer,H.-J. = Bedeutung =, der zu einem ähnlichen Ergebnis kommt.

3 Vgl. Board of Governors = System = 1.

verstärkt, daß das FRS auch noch das Wachstum des Kreditvolumens der Banken ankündigt, ohne allerdings in der geldpolitischen Konzeption darauf näher einzugehen.

Die Wahl eines Zinssatzes als Indikator deutet ebenfalls auf eher keynesianische Züge der geldpolitischen Konzeption hin.

Die enorme Bedeutung der selektiven Kreditpolitik, allen voran die Zinshöchstvorschriften der Banken und Finanzintermediäre trägt keynesianische Züge par excellence (vgl. hierzu Teil B der Arbeit).

Wägt man diese Argumente gegeneinander ab, so werden die oben erwähnten Zweifel einer eindeutigen Klassifizierungsmöglichkeit der amerikanischen Geldpolitik gestützt. Die Notenbank hat bis 1979 weder eine eindeutig keynesianische noch eine eindeutig monetaristische Orientierung gehabt. Die Einbeziehung der Finanzintermediäre in die Maßnahmen der selektiven Kreditpolitik waren jedoch einschneidend und haben die Struktur des Finanzsystems in den USA wesentlich verändert. Es erscheint demnach durchaus gerechtfertigt, zu behaupten, daß die Notenbankpolitik bis 1979, wenn man dies einmal mit einem Pendelausschlag einer Uhr vergleichen kann, eher zu Gunsten einer keynesianischen als zu einer monetaristischen Konzeption ausgeschlagen ist. Dies wird deutlicher, wenn man die Änderungen der geldpolitischen Konzeption der Jahre 1979/8o dem bisher geschilderten Ansatz gegenüberstellt.

b) Seit Oktober 1979: "Monetaristischere" Geldpolitik

Die siebziger Jahre waren in den USA gekennzeichnet von einer funktionalen Annäherung der Banken an die Finanzintermediäre. Insbesondere die NOW- und die ATS-Konten waren ein bedeutender Einschnitt für die weitere Entwicklung der Finanzinstitute.

Die Notenbank hat von dieser Entwicklung offiziell lange Zeit keine Kenntnis genommen. In ihrer monatlichen Berichterstattung ist hierüber zumindest Anfang der siebziger Jahre nur wenig zu finden. Dies ist umso erstaunlicher, als in den USA mehrere staatliche Untersuchungskommissionen sich mit diesem

Problem und den Auswirkungen auf die Geldpolitik beschäftigt haben. Allein in den siebziger Jahren waren dies 4 wesentliche Berichte: Hunt Commission, Financial Institutions Act, Financial Reform Act und der FINE Report. Diese Berichte erachteten es als dringend notwendig, die unterschiedliche Behandlung von Banken und Finanzintermediären zu beenden und die Vielfalt der Regulierungsstruktur, wie wir sie weiter oben dargestellt haben, zu vereinheitlichen[1].

Die Ursachen dafür, daß die Notenbank die geschilderte Entwicklung erst Ende der siebziger Jahre mit ihrer Geldpolitik berücksichtigt hat, sind zweierlei. Einerseits ist das Argument von Duesenberry[2] richtig, wonach ein großes Land wie die USA unmöglich zentral geldpolitisch reguliert werden kann. Selbst wenn man dies wollte, so wäre dies technisch undurchführbar; das wichtigere Argument gegen die Berücksichtigung der geschilderten institutionellen Bedingungen war sicherlich die,auch noch Ende der siebziger Jahre,relativ geringe Bedeutung der NOW-Konten, ATS-Konten usw.[3]. Das FRS schien zunächst einmal abzuwarten und abzuwägen, wann der richtige Zeitpunkt auch für Veränderungen der regulatorischen Struktur gekommen war.

Erst durch die Einführung der ATS-Konten für Banken und später auch für Finanzintermediäre am 1.11.1978 machte sich ein breiter Widerstand gegen die von der Notenbank betriebene Politik breit. Allen voran war es M. Friedman, der die Einräumung verzinslicher Sparkonten mit der Möglichkeit zur giralen Verfügung scharf kritisierte. Er sah darin eine Gefährdung für die langfristig relativ stabile Beziehung zwischen M_1 und dem Sozialprodukt. Veränderungen von M_1 würden seiner Meinung nach durch die Bewegungen auf ATS-Konten und NOW-Konten dominiert. M_1 würde an Bedeutung verlieren. Nach Friedman wäre es effizienter, die Reg. Q und deren Verzinsungsverbot für Sichteinlagen aufzuheben[4].

---

1 Zu den Berichten siehe Phillips,A. = Aspects = 636.

2 Vgl. Duesenberry,J.S. = Alternatives = 110.

3 Ende Juni 1978 belief sich die Summe dieser neuen Einlageninstrumente bei CB, SL, MSB und CU auf 4,701 Mrd. $. Vgl. Simpson,T.D. = Proposal = 15, Tab. 2.

4 Vgl. Friedman,M. = Watchers =.

Der BoG zeigte sich von dieser Kritik beeindruckt und legte fortan eine stärkere Betonung auf die Realisierung der kurz- und langfristigen Wachstumsraten von M_2 und M_3[1]. Trotzdem wollte man auf die Geldmengengröße M_1 nicht verzichten. Zunächst wurde 1978 die Geldmengengröße M_1+ zusätzlich zu M_1 monatlich veröffentlicht. Sie enthielt neben M_1 auch noch die NOW-Konten der Banken und der SL, MSB und CU sowie die Sichteinlagen der MSB und die Spardepositen der Banken. Weitere Geldmengenabgrenzungen wurden diskutiert[2].

Am 6.10.1979 begann die Notenbank mit einem Konzeptionswandel der anfänglich nur schwer zu interpretieren war, der aber durch die Ereignisse in 1980 besser einzuordnen ist. In einer Stellungnahme vor dem amerikanischen Kongreß deutete der Vorsitzende des BoG, Paul A. Volcker, den Konzeptionswandel an[3]. Die getroffenen Maßnahmen stellen eine veränderte Strategie dar. Das schon oben angesprochene Konsistenzproblem einer gleichzeitigen Vorgabe von Mengen- und Preiszielen war in einem Klima hoher erratischer Inflationsraten schwieriger einzuschätzen. Der BoG legte demzufolge seit 1979 mehr Wert auf die Kontrolle der Reserven der Banken, die das Angebot von Einlagen und Geld bestimmen, mit dem Ziel, das Geldmengenwachstum im vorgegebenen Orientierungsrahmen zu halten. Fluktuationen der Zinssätze werden weniger wichtig, da die Zinssätze auf Änderungen der Nachfrage nach Geld und Reserven reagieren. Geändert hat sich demnach lediglich die Strategie bei der Kontrolle der Geldmenge. Die federal funds rate soll in Zukunft stärker schwanken können als vor Oktober 1979. Die Bedeutung dieses Zinssatzes hat abgenommen. Am 7.2.1980 verkündete die Notenbank neue Geldmengendefinitionen (eine detaillierte Darstellung der Veränderungen findet man in den Übers. 4/5 im Anhang). Die geschilderten funktionalen Ver-

1 Vgl. Lang,R.W. = FOMC = 14.

2 Vgl. Simpson,T.D. = Proposal =.

3 Vgl. Volcker,P.A. = Statements = sowie derselbe = Weichen =; Lang,R.W. = Reserve Targeting =; Seuß,W. = Neue Geldpolitik =.

änderungen wurden wie folgt berücksichtigt[1].

- M_1 wird durch M_{1A} und M_{1B} ersetzt. M_{1B} enthält u.a. die NOW- und ATS-Konten der Banken und der Finanzintermediäre.
- M_{1B} wird zum kurzfristigen Zwischenziel der Geldpolitik. Die Daten sind wöchentlich verfügbar.
- New M_2 enthält daneben u.a. Termin- und Spareinlagen der Banken und Finanzintermediäre.
- New M_3 enthält zusätzlich zu New M_2 noch u.a. die Certificates of Deposits der Banken. Die New M_2/M_3-Daten sind monatlich verfügbar und werden als langfristige Zwischenziele der Geldpolitik betrachtet.
- L, in Anlehnung an das Wort liquidity, ist das breiteste Aggregat und enthält u.a. relativ liquide Schatzwechsel der Treasury.

Am 31.3.1980 wurde der "Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980" von Präsident Carter gegengezeichnet[2]. Dieser Gesetzesakt nahm erstmalig die seit 1970 veränderte funktionale Finanzstruktur auch bezüglich der regulatorischen Beeinflussung der Banken und Finanzintermediäre zur Kenntnis. Er ist der bisherige Höhepunkt einer Entbürokratisierungsdebatte, die in den USA seit geraumer Zeit stattfindet[3]. Die wesentlichen Änderungen sind:

- Vereinheitlichung der Mindestreservepflicht für Banken und für Finanzintermediäre. Diese Vereinheitlichung soll in 8 Jahren beendet sein.
- Abschaffung der Zinshöchstvorschriften, um die Versuche der Umgehung dieser Vorschriften zu vermeiden und um einen einheitlichen Zinswettbewerb zwischen den Finanzinstituten zu ermöglichen. Dieser Vorgang soll zum 1.4.1986 beendet sein.
- Verzinsung der Sichteinlagen ab 1.1.1981.
- Schaffung eines einheitlichen Aufsichts- und Kontrollorgans der Banken und der SL, MSB und CU, damit das herrschende

---

1 Vgl. Board of Governors = Market = 328; Hafer,R.W. = New =; Porter,R.D. u. Simpson,T.D. u. Mauskopf,E. = Innovation =; Simpson,T.D. = Aggregates =. Zu einer ersten Bewertung siehe Berkman,N.G. = Aggregates =.

2 Vgl. Mc Neill,C.R. u. Rechter,D.M. = Act =.

3 Vgl. US-Ordnungspolitik Bürokratie-Debatte = Bürokratie =.

Wirrwar beendet wird.

Versucht man die Ereignisse in 1979/80 zu werten, so entsteht der Eindruck, daß die Notenbank in den USA von einer Steuerung der Geldmenge durch die Zinssätze abgekommen ist. Die Geldmenge wird stärker über die Bankreserven beeinflußt. Die funktionale Annäherung der Finanzinstitute wurde zur Kenntnis genommen, die selektive Kreditpolitik soll abgebaut werden, die M-Definition M_{1B} wird stärker als bisher auch die Zahlungsmittelfunktion von "Sichtkonten" der Finanzintermediäre beachten.

Vergleicht man diese neue Konzeption mit der vor Oktober 1979 gültigen, so erscheint diese "monetaristischer" zu sein, wenn man insbesondere die Absage an die Zinssätze sowie die Einbeziehung der Finanzintermediäre in die Geldmengendefinition M_{1B} und der damit verbundenen Betonung der Zahlungsmittelfunktion des Geldes[1] sieht.

4. Ergebnisse

- Die Finanzintermediäre erzeugen bis auf die LIC keine aggregativen Effekte.
- Die prozyklische Kreditvergabe der LIC durch Policy Loans ist für den volkswirtschaftlichen Finanzierungsprozeß relativ unbedeutend.
- Durch die selektive Kreditpolitik (insbesondere die Zinshöchstvorschriften) haben vor allem die Banken, die SL und die MSB bei Marktzinssätzen, die oberhalb der regulierten Höchstzinssätze liegen, einen Depositenabfluß zu Gunsten einer direkten Anlage der Ersparnisse des Publikums in Staatsschuldtiteln zu verzeichnen. Da die Banken ein diversifizierteres Einlagenangebot als die Finanzintermediäre bieten, verzeichnen die CB in solchen Phasen geringere Depositenabflüsse. Dementsprechend werden die Hypothekenkredite bei steigenden Zinsen eingeschränkt.
- Die selektive Kreditpolitik bewirkte durch die Umgehungsversuche der Finanzinstitute neue Einlagen- und Kreditdienstleistungen der Banken und Finanzintermediäre. Beide

1 Auch Hamburger sieht in der neuen geldpolitischen Konzeption der amerikanischen Notenbank monetaristischere Grundzüge, vgl. Hamburger,M.J. = Fed =.

näherten sich funktional an.

- Der im Oktober 1979 begonnene Konzeptionswechsel der Notenbank deutet auf einen nun stärker hervortretenden monetaristischen Einfluß hin, wohingegen bis 1979 die geldpolitische Konzeption stärker keynesianisch geprägt war.
- Die langfristig geplante Abschaffung der selektiven Kreditpolitik und der komplizierten regulatorischen Struktur der Finanzinstitute ist das wohl "monetaristischste" Kennzeichen der neuen geldpolitischen Konzeption.
- Im Teil A der Arbeit haben wir die Banken und die Finanzintermediäre nach der Geldschöpfungsfähigkeit bzw. nach der geldpolitischen Kontrolle unterschieden. In den USA wurden bis 1966 vorwiegend die Banken geldpolitisch kontrolliert. Danach wurden auch die Finanzintermediäre stärker in die geldpolitische Kontrolle einbezogen. Diese direkten Kontrollen wurden jedoch von Banken und Finanzintermediären umgangen, so daß die Unterscheidung gemäß der geldpolitischen Kontrolle für die USA nicht operational ist. Nachdem die Finanzintermediäre als Folge dieser direkten Eingriffe "Sichtkonten" angeboten haben, hat die Notenbank diese Depositen in ihrer Geldmengenabgrenzung berücksichtigt. Man sieht, daß die Trennung nach der Geldschöpfungsfähigkeit kein statisches Konzept sein kann, die Entwicklungen der Finanzinstitute müssen berücksichtigt werden. Dies führt in den USA zu dem seltsamen Ergebnis, daß die Finanzintermediäre nur mit einem geringen Teil ihrer Depositen in die für kurzfristige Entwicklungen wesentliche Geldmengendefinition einbezogen sind. Mit dem weit überwiegenden Teil ihrer Depositen kann die Zahlungsmittelfunktion des Geldes nicht erfüllt werden.
- Es sei davor gewarnt, die beschriebene Entwicklung dahingehend auszulegen, daß sich in den USA eine Art Universalbanktendenz breitmachen würde[1]. Wie wir wissen, ist dies einerseits wegen des Trennsystems rechtlich nicht möglich, andererseits wird der Zahlungsverkehr in den USA nach wie vor vorrangig über die Commercial Banks abgewickelt. Deren Sonderstellung ist insofern gerechtfertigt.

---

1 So z.B. bei Dormanns, vgl. Dormanns,A. = Universalbanktendenzen =.

II. Großbritannien: Zur aktuellen Diskussion um die Building Societies[1]

Bei der Behandlung der Finanzintermediäre in Großbritannien wollen wir uns auf die Diskussion um die Building Societies (BS) beschränken. Anhand dieser Diskussion läßt sich darstellen, welche Bedeutung die Finanzintermediäre in Großbritannien haben. Die BS konnten Ende 1978 47,4% der Depositen privater Haushalte auf sich vereinigen (36,609 Mrd.£). Die Banken brachten es nur auf 31,7% (24,489 Mrd.£); vgl. Tab. 14 im Anhang.

Bei der Ersparnisbildung von zusätzlich 24,713 Mrd.£ entfielen 1978 19,9% (4,906 Mrd.£)auf die Depositen der BS, im Gegensatz hierzu entfielen auf die Bankdepositen nur 13,1% (3,239 Mrd.£). Seit 1965 ist der Anteil der BS immer größer gewesen als der der Banken. 1977 erhielten die BS sogar 29,4% dieser Ersparnisse im Gegensatz zu nur 2,8% der Banken[2].

Auf eine ausführliche Darstellung anderer Finanzintermediäre[3] soll verzichtet werden, da die Sonderstellung der BS in Großbritannien eine alleinige Behandlung rechtfertigt. Hinzukommt, daß in Großbritannien im Moment eine Einbeziehung der BS in die geldpolitische Kontrolle der Bank of England (BoE) diskutiert wird.

1. Der institutionelle Rahmen der Geldpolitik[4]

Die instrumentelle Struktur der Geldpolitik ist in Übers. 6 im Anhang dargestellt. Schatzwechsel und andere Staatsschuld-

1 Die erwähnten Tabellen, Abbildungen und Übersichten befinden sich im Anhang. Zahlenangaben ohne Quellenverweis stammen aus der vierteljährlichen Berichterstattung der Bank of England, vgl. Bank of England = Bulletin =. Eine empirische Analyse zur Bedeutung von Geldsubstituten in Großbritannien bieten Mills,T.C. u. Wood,G.E. = Money Substitutes =.

2 Vom Verfasser errechnet nach Central Statistical Office = Statistics = Tab. 10.2. Siehe hierzu auch Morgan,E.V. = Saving =.

3 Siehe hierzu den Überblick der Bank of England, vgl. Bank of England = Financial Institutions =.

4 Vgl. z.B. Carter,H. u. Partington,J. = Finance =; Crockett, A. = Money =; Gowland,D. = Control =; Lipp,E.-M. = Bedeutung =; Schultze-Kimmle,H.-D. = Kreditwesen =.

titel mit einer Restlaufzeit von unter 12 Monaten dienen den Banken als Reserveaktiva. Der durchschnittliche Reservesatz beläuft sich auf 10% - 12,5% je nach Bankengruppe. Die Banken müssen kurzfristig sog. special deposits halten, die in etwa vergleichbar den Mindestreserveanforderungen auf Einlagen sind. Das Zentralbankgeld schleust die BoE über die Discount Houses in das Bankensystem ein. Diese können Schatzwechsel, Handelswechsel und kurzfristige Staatsschuldtitel jederzeit unter der Bedingung einer minimum lending rate rediskontieren. Die Banken erhalten das Zentralbankgeld über den Geldmarkt, dessen Konditionen von den Discount Houses bestimmt werden und über den Handel mit kurzfristigen Papieren. Von den Banken haben vor allem die Clearing Banks (London Clearing Banks, Scottish Clearing Banks and Nothern Ireland Banks) eine Sonderstellung inne. Diese Institute hatten Mitte Dezember 1979 einen Aktivabestand von 62,2 Mrd. £. Die bedeutendsten Institute sind die London Clearing Banks, allen voran die sog. Big Four: Barclays-, National Westminster-, Midland- und Lloyds Bank. Sie bieten zinslose Sichteinlagen an und vergeben vorwiegend kurzfristige Kredite. Obwohl sie nur über 23,6% aller Aktiva der Banken verfügen, hatten sie 55,4% aller Sterling-Depositen der Banken (Ende 1979). Auch steht die BoE in einem direkten Kontakt zu den Geschäftsleitungen der London Clearing Banks.

Die wesentlichen Instrumente der BoE, die ähnlich wie das FRS in den USA keine Autonomie besitzt[1], sind die Diskont-, Offenmarkt-, Liquiditäts- und Mindestreservepolitik sowie die Moral Suasion. Wie in den USA spielen Eingriffe in die Allokation von Krediten und Einlagen (z.B. Kreditplafonds oder Höchstzinssätze) in Großbritannien eine Rolle. Die geldpolitische Konzeption läßt sich wie folgt skizzieren.

Anfang der fünfziger Jahre hatte die Geldpolitik die Aufgabe, den Zinssatz zu stabilisieren. Sie wurde durch ein Zinskartell der Clearing Banks, in dem einheitliche max. Haben-

1 Die BoE unterliegt einer Weisungsbefugnis des Schatzkanzlers; davon hat dieser bislang jedoch noch keinen Gebrauch gemacht.

zinsen und Mindestsollzinsen, die an den Diskontsatz gekoppelt waren, unterstützt. Damit sollte die Zinslast der Staatsschuld minimiert werden. Seit Mitte der fünfziger Jahre wurde diese Politik noch um die Moral Suasion erweitert. Der 1959 veröffentlichte Radcliffe Report hat an der Geldpolitik nichts Wesentliches geändert. Der Vorschlag dieses Berichts, auch die Finanzintermediäre geldpolitisch direkt zu kontrollieren, wurde damals wegen fehlender flow of funds-Daten nicht realisiert[1]. Die Geldpolitik beschränkte sich weiterhin darauf, nur die Banken zu kontrollieren. Seit 1965 allerdings zusätzlich durch Kreditplafonds.

Ein Umdenken war 1968/69 festzustellen, wo erstmals eine monetäre Zielgröße der Geldpolitik formuliert wurde (Kreditvolumen der Banken)[2]. 1971 wurde von der BoE der Competition and Credit Control Act (CCC-Act) veröffentlicht[3]. Das Zinskartell der Clearing Banks wurde aufgehoben, die Kreditplafondierung der Banken beseitigt. Die Beeinflussung der Zinssätze ist seither von der Diskontpolitik zur Offenmarktpolitik verlagert worden.

Seit 1978 sind die Zinssätze als Zwischenziel der Geldpolitik durch die Geldmengengrößen abgelöst worden. Die erste Ankündigung einer Geldmengenwachstumsrate erfolgte im Juli 1976. Die BoE veröffentlicht seither 3 Geldmengenaggregate, wobei die Abgrenzung Sterling M_3 das Zwischenziel der Geldpolitik darstellt, das über die Veränderung der Bankreserven durch die Instrumente der BoE beeinflußt werden soll. Es gelten folgende Geldmengenabgrenzungen:

M_1 = Bargeld des Publikums + Sterling Sichteinlagen des privaten inländischen Sektors bei den Banken (Ende 1979: 30,046 Mrd. £).

1 Erst seit 1962 gibt es Statistiken, die alle Gruppen von Finanzinstituten umfassen, vgl. Bank of England = Financial Institutions = Vol. 5 (1965), 132.

2 Siehe hierzu Bank of England = Management = 41ff.

3 Vgl. die Stellungnahmen in Bank of England = Competition =.

Sterling M_3 = M_1 + Sterling Termineinlagen des privaten inländischen Sektors + Depositen des öffentlichen Sektors (Ende 1979: 58,677 Mrd.£).

M_3 = Sterling M_3 + ausländische Währung in den Händen von Inländern (Ende 1979: 63,983 Mrd.£).

Man sieht, daß die Spareinlagen fehlen. Sie spielen in Großbritannien eine besondere Rolle und werden von den Finanzintermediären gesammelt und sind in den Geldmengendefinitionen nicht enthalten. Im Vergleich zu den USA fehlt es an einer Berücksichtigung der Geldsubstitute der Finanzintermediäre.

Die BoE offenbart in neuerer Zeit auch ein gewisses Interesse für die Steuerung der Geldmenge über die Geldbasis[1]. Da jedoch auch nach dem CCC-Act eine allokative Kreditpolitik in der Form von Kreditplafonds und Zinshöchstvorschriften für Bankeinlagen (sog. corsett)[2] wieder eingeführt wurde, ist eine konzeptionelle Einordnung der Geldpolitik in die Kategorien "keynesianisch" oder "monetaristisch" nur schwer möglich, da weder reine Radcliffe Positionen (z.B. Kontrolle der Finanzintermediäre) noch eine Steuerung der Geldmenge über die Geldbasis stattfindet. Der Versuch in Großbritannien, die allokative Kreditpolitik mit einer Geldmengenpolitik zu verbinden, wird in der Literatur auch als ein Versuch angesehen, den Radcliffe View mit monetaristischen Gedanken zu verbinden[3]. Da die BoE allerdings die Finanzintermediäre nicht berücksichtigt, ist es durchaus legitim, die geldpolitische Konzeption der Zentralbank eher als monetaristisch einzustufen.

Bis zum April 1979 gab es in Großbritannien keine von der BoE oder auf rechtlichen Grundlagen basierende Vorstellung über die Definition einer Bank. Es gibt kein allgemeines Bankgesetz wie in den USA. Vor 1979 konnte jedermann das Bankgewerbe frei ausüben. Es gab gewisse Anerkennungen und Ausnahmen, die bei verschiedenen Regierungsstellen und der BoE beantragt werden konnten. Die Anerkennung als Bank konnte

1 Vgl. Foot,M.D.K.W. u. Goodhart,C.A.E. = Control =.

2 Siehe die genaue Schilderung in Committee of London Clearing Bankers = Banks = 72ff.

3 Vgl. Crockett,A.= Money = 173.

nach und nach erworben werden. Die Annahme von Depositen war kein ausreichendes Kriterium, um ein Institut als Bank einzustufen. Viel wichtiger war es, "die richtigen Leute" zu kennen, um als Bank eingestuft zu werden: "In America ... you have to know the relevant laws. In Britain it is better to know the right people"[1]. Ob ein Institut als Bank eingestuft wurde, hing davon ab, daß es allgemein so betrachtet und behandelt wurde. Nach Anerkennung als Bank wurde das Finanzinstitut zumeist der geldpolitischen Kontrolle der BoE unterstellt.

Dies änderte sich, als wegen der secondary banking crisis kleinere Banken (sog. fringe banks), die ausnahmsweise der geldpolitischen Kontrolle nicht unterlagen, durch eine Fehlspekulation eines Londoner Immobilienspekulanten in die Krise gerieten. Um den Ruf von London als internationalen Finanzplatz nicht zu gefährden, halfen die BoE und die London Clearing Banks mit einer Stützungsaktion (sog. life boat operation; Kosten: 1 1/4 Mrd. £)[2]. Diese Krise bewirkte den Banking Act des Jahres 1979[3]. Die Bezeichnung Banken darf seither nur von Instituten verwendet werden, die eine breite Palette von Dienstleistungen anbieten, um demzufolge als Universalbanken einzustufen sind. Die Building Societies (BS) gehören auch seit dem Gesetz aus 1979 nicht zum Bankensektor und sind demnach auch nicht der geldpolitischen Kontrolle der BoE unterstellt.

2. Building Societies und die Transmission monetärer Impulse[4]

a) Strukturmerkmale der Building Societies

BS gibt es in Großbritannien seit dem 18. Jahrhundert. Waren sie anfänglich darauf ausgerichtet, nach dem kollektiven Prinzip ihre Sparer mit billigen Bankkrediten zu versorgen, so sind sie heute mit ihrer Geschäftstätigkeit, ähnlich wie die SL in den USA, darauf ausgerichtet, Sparern günstige

1 A bank is a bank is a bank ... or is it? = Bank =.

2 Vgl. Bank of England = Crisis = 232ff.

3 Siehe den Kommentar von Dormanns,A. = Banking Act =.

4 Die statistischen Angaben beruhen auf Veröffentlichungen der Building Societies Association (BSA), vgl. BSA = Affairs =; BSA = Bulletin =.

Kapitalanlagen zu bieten[1] und Hypothekenkredite bis zu einer 100%igen Fremdfinanzierung zu gewähren.

Gesetzliche Grundlage für die BS ist der Building Societies Act aus dem Jahre 1962[2].

Wie aus den Bilanzen der BS hervorgeht (vgl. Tab. 15 im Anhang), spielen bei den Passiva die Depositen bzw. die genossenschaftsrechtliche Verbriefung, über die wie über Depositen verfügt werden kann, die entscheidende Rolle (Ende 1978: 93,2% aller Passiva, 37,022 Mrd.£). Hierbei handelt es sich um vorwiegend kurzfristige Spareinlagen mit einem max. Anlagezeitraum von 5 Jahren. 98,9% der Einlagen stammen von privaten Haushalten. Die meisten BS verlangen bei der Abhebung das Einhalten einer Kündigungsfrist; de facto sind jedoch rund 85% dieser Spareinlagen in weniger als 1 Monat verfügbar, da nur für große Sparbeträge eine Kündigungsfrist durchgesetzt werden kann. Wenn man bedenkt, daß die meisten Bausparer in Großbritannien in der Altersklasse 25 - 34 Jahren liegen und deren durchschnittliche Bausparsumme 1070£ beträgt, wird dies eher verständlich. Die BS bieten keine Scheckkonten oder Überweisungsdienste an. Insofern sind sie im Gegensatz zu den SL in den USA allein auf Spardepositen angewiesen.

Bei den Aktiva spielen die Hypotheken eine herausragende Rolle (Ende 1978: 79,8% der Aktiva, 31,715 Mrd.£). Wie Tab. 16 im Anhang zeigt, sind die BS auf dem Hypothekenmarkt in einer Art Monopolstellung. Ende 1978 vergaben sie 82,4% aller ausstehenden Hypotheken. Bei den neuen Ausleihungen waren dies sogar 95,5%. Andere Hypothekenkreditgeber, u.a. auch die Banken, spielen so gut wie keine Rolle. 18,3% (7,285 Mrd.£) der Aktiva (liquidity ratio) wurden 1978 in Kassen- und Wertpapieranlagen gehalten. Die Kassen- und Bankdepositen sind relativ gering. Ende 1978 waren dies 971 Mio.£oder 13,3% der Kassen- und Wertpapieranlagen. Wie aus Tab. 15 er-

1 50,3% der"Bausparer" waren Ende 1978 schon im Besitz eines Hauses, welches schuldenfrei war.

2 Hierzu auch Boléat,M. = Building Societies =.

sichtlich ist, haben sich die Strukturdaten der Bilanzen in den letzten Jahren nicht wesentlich verändert.

Die BSA schreibt, ähnlich wie der FHLBB in den USA, sog. minimum liquidity ratios vor. Ist der Bestand an Kassen- und Wertpapieranlagen geringer als 7,5% gemessen an den Aktiva, so dürfen Geldmarkttitel nur mit einer Mindestlaufzeit von 5 Jahren aufgenommen werden. Liegt der Anteil über 7,5% oder über 15%, so dürfen Staatsschuldtitel mit einer Laufzeit von bis zu 15 Jahren aufgenommen werden. Unterhalb von 15% dürfen solche Titel eine Laufzeit von 25 Jahren haben.

Die Struktur der Bilanzen der BS offenbaren einige Besonderheiten des Finanzierungsmarktes für den Hausbau in Großbritannien. Wie eine Studie der Building Societies Association (BSA) feststellt[1], gibt es in Großbritannien kaum einen Mietmarkt, so daß auch jüngere Familien, die für den Hausbau noch relativ wenig Ersparnisse bilden konnten, auf Wohnungseigentum angewiesen sind. Im Vergleich zum Einkommen ist folglich auch das Wohnungseigentum in Großbritannien im Gegensatz zur Bundesrepublik Deutschland billig[2].

Im Gegensatz zu den amerikanischen SL können die BS den Hypothekenzinssatz von ausstehenden Hypotheken variieren. Dies bringt ihnen natürlich im Gegensatz zu den SL und den MSB den Vorteil, daß sie bei steigendem Zinsniveau in einer Volkswirtschaft mit dem Problem einer financial disintermediation nicht konfrontiert werden. Das Prinzip einer relativ kurzfristigen Verschuldung und einer langfristigen Hypothekenkreditvergabe ist jedoch in Großbritannien dasselbe wie in den USA.

Die Zinssätze der BS werden nicht gesetzlich fixiert, sondern vom Verband der Bausparkassen (BSA) für die insgesamt 316 BS (Ende 1978) empfohlen. Neben Depositenzinsen werden auch

1 Vgl. BSA = Finance =.

2 Bis auf die Jahre 1972/73/74 schwankte der Anteil der durchschnittlichen Hauspreise (z.B. 1978 für Neubauten: 17.685 £) am durchschnittlichen Einkommen (verfügbares Einkommen je Erwerbstätige) von 1956 - 78 nur zwischen 3,03 u. 3,85. Zum Vergleich: in der Bundesrepublik Deutschland betrug diese Relation 1977 5,5 (berechnet vom Verfasser nach Zentralverband des deutschen Baugewerbes = Jahrbuch =).

max. Hypothekenzinsen vorgeschlagen. Diese Empfehlungen wurden von den BS bislang prinzipiell eingehalten, so daß sie de facto verpflichtenden Charakter haben.

Variable Hypothekenzinssätze bringen natürlich auch Probleme mit sich. Die Verwaltung der Hypotheken wird kostspieliger. Der Schuldner kann nicht einfach auf eine längere Tilgungsdauer als Alternative zu steigenden Zinsen hoffen, der Markt ist auch mit einem ausreichenden Angebot zu versorgen. Hieraus folgt, daß die BS tendenziell auf eine Veränderung der Marktzinssätze für Einlagen und Hypotheken mit einer Verzögerung reagieren, um die einigermaßen stabile Zinsstruktur der BS für Investoren und Sparer zu erhalten[1].

Die BS stehen durch die kurzfristige Verfügbarkeit ihrer Depositen in aktivem Wettbewerb mit anderen Instituten. Wie aus Tab. 17 und Abb. 18 im Anhang ersichtlich ist, sind die wesentlichen Konkurrenten die Clearing Banks. Deren Anteil am gesamten Depositenvolumen ist jedoch von 1950 mit rund 49,5% auf 32% im Jahre 1977 gesunken. Die BS konnten im gleichen Zeitraum ihren Marktanteil von 8% auf 39% steigern. Andere Finanzinstitute, wie die Trustee Savings Banks und National Savings Banks, haben in der Zeit nach dem 2. Weltkrieg erheblich an Bedeutung verloren (1950: 41%; 1977: 16%).

b) Aggregative Wirkungen der Finanzintermediäre[2]

Mittelzufluß

Wie der hohe Prozentanteil (98,9%) privater Haushalte an den Depositen der BS zeigt, sind diese nicht von Krediten der Banken abhängig. Sie gelangen demnach auch nicht in eine indirekte Abhängigkeit von der Geldpolitik durch deren Beeinflussung der Liquiditätslage der Banken.

Wie in Abb. 19 im Anhang gezeigt wird, flossen den BS von 1950 - 77 in restriktiven Phasen der Geldpolitik (bei steigen-

1 Vgl. BSA = Rates = sowie Crockett,A. = Money = 147f. sowie die Empirie in Morris,R. = Challenge = 44.

2 Siehe hierzu auch Bank of England = Financial Institutions = Vol. 11 (1971) 54ff.; Clayton,G. = Financial Intermediaries =; Gibson,N.J. = Financial Intermediaries =; Llewellyn, D.T. = Deposits =; Rose,H. = Competition =.

den Marktzinssätzen) die Depositen nicht vermehrt zu (Ausnahme: 1951/52). Zu gleichen Ergebnissen für die Jahre 1957 - 66 gelangen N.J. Gibson[1], für den Zeitraum 1964 - 69 die BoE[2] und für 1971 - 77 D.T. Llewellyn[3]. Alle drei verwenden als geldpolitischen Indikator die Differenz der Zinssätze von BS und Banken. Da, wie weiter oben geschildert, die Zinssätze bei den BS relativ langsam auf Veränderung der Marktzinssätze reagieren, hinken sie der Entwicklung der Zinssätze bei den Banken hinterher. Steigen die Marktzinssätze, so nimmt die Differenz zwischen BS-Sätzen und Banksätzen ab und wird negativ. Gleichzeitig nimmt der Depositenzufluß der BS ab. Bei sinkenden Marktzinssätzen steigt dieser Zufluß[4].

Mittelverwendung

Wie wir gesehen haben, verwenden die BS die ihnen zufließenden Mittel, um damit vorwiegend Hypothekenkredite zu vergeben. Wie Abb. 20 im Anhang zeigt, pflegen die BS in Phasen steigender Marktzinssätze ihre Kreditvolumen nicht auszudehnen (Ausnahme: 1965/66). Im Gegensatz zu den Banken sind die Schwankungen bei der Kreditvergabe wesentlich geringer. Im Vergleich zu diesen ist die Kreditvergabe der BS in Form von Hypotheken relativ stetig.

Aktiv-Tausch

Wie die Analysen von Llewellyn[5] und der BSA[6] zeigen, bauen die BS in Phasen steigender Marktzinssätze, d.h. bei Verringerung der Zinsdifferenz zwischen den Depositen der BS und der Banken ihren Anteil der Kassen- und Wertpapierbestände an den

1 Vgl. Gibson,N.J. = Financial Intermediaries = 49, Chart 3.

2 Vgl. Bank of England = Financial Institutions = Vol. 11 (1971), 56.

3 Vgl. Llewellyn,D.T. = Deposits = 21, Chart 1.

4 Zur empirischen Evidenz siehe Bank of England = Financial Institutions = Vol. 11 (1971), 56, Chart B.

5 Vgl. Llewellyn,D.T. = Deposits =.

6 Vgl. BSA = Bulletin Jan. 1980 = 4f. siehe hierzu auch Abb. 21 im Anhang.

Aktiva ab, bzw. verringern ihren Zuwachs. Dies läßt sich anhand der sog. liquidity ratio ablesen. Diese steigt bei sinkenden Marktzinsen und sinkt bei steigenden Marktzinssätzen. Variable liquidity ratios, die gesetzlich kurzfristig verändert werden, gibt es in Großbritannien für die BS nicht. Der Abbau der Wertpapierbestände ging dabei zu Lasten von Staatsschuldtiteln der Gemeinden, wie aus Tab. 15 im Anhang ersichtlich ist. Von 1975 auf 1976 wurden bei steigenden Zinssätzen solche Wertpapiere um 186 Mio. £ abgebaut. Dies zeigt, daß die Mengen, um die es hierbei geht, relativ gering sind. Der Aktiv-Tausch dient den BS dazu, die bei steigenden Marktzinssätzen festzustellenden Verringerungen der Depositenzuwächse abzuschwächen. Die Wachstumsraten von Depositenzufluß und liquidity ratio zeigen einen erstaunlichen Gleichlauf. Hieraus folgt, daß die BS in Großbritannien keine aggregativen Effekte erzeugen, der festgestellte Aktiv-Tausch dient nur dazu, die bei steigenden Zinssätzen abgeschwächten Wachstumsraten des Depositenzuflusses auszugleichen.

c) Ausdehnung geldpolitischer Kontrollen auf die Building Societies?

Wir haben festgestellt, daß die BS keine wesentlichen aggregativen Effekte erzeugen. Trotzdem wird in Großbritannien über eine Einbeziehung der BS in die direkte geldpolitische Kontrolle der BoE diskutiert[1]. Ursache hierfür ist der seit dem 2. Weltkrieg enorm gestiegene Anteil der BS an den Depositen aller Finanzinstitute (vgl. Abb. 18 sowie die Monopolstellung der BS auf dem Hypothekenmarkt, vgl. Tab. 16). Die Ursachen hierfür sind[2]:

- Steuervorteile gegenüber den Banken[3]

Wegen ihrer genossenschaftlichen Organisation können die

1 Vgl. z.B. Boléat,M. = Banks =; derselbe = Structure =; Breach,A = No =; Congdon,T. = Control =; derselbe = Monetary Control =; Johnson,C. = Banks =; Leigh-Pemberton,R. = Building Societies =.

2 Vgl. Committee of London Clearing Bankers = Banks = 186ff.

3 BSA = Bulletin Jan. 1979 = 17ff.

BS Reserven anhäufen, die die Banken als Dividenden ausschütten müssen. Weiterhin werden die Einkommenssteuerzahlungen für die Zinserträge der Depositen von den BS zu Gunsten ihrer Sparer beglichen. BS müssen weniger Körperschaftssteuern zahlen als die Banken (Steuersatz: 40% statt 52%), ebenso entfällt die Kapitalgewinnsteuer für Kursgewinne auf Regierungsanleihen. Diese Steuervergünstigungen gewährt der Staat, um den Wohnungsbau zu fördern[1].

- keine direkte geldpolitische Kontrolle der BS
Die BS müssen z.B. keine Mindestreserven in der Form von Zentralbankgeld unterhalten. Die Banken unterliegen der geldpolitischen Kontrolle. Ihre Rentabilität wird dadurch i. Vgl. zu den BS beeinträchtigt.

- Samstags geöffnet
BS, die größtenteils nicht gewerkschaftlich organisiert sind, halten ihre Schalter an Samstagen geöffnet. Da der bargeldlose Zahlungsverkehr in Großbritannien nach wie vor unterentwickelt ist, und die Briten das Bargeld bevorzugen[2], bedeutet dies für die BS einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den Banken, die seit 10 Jahren von den Gewerkschaften gezwungen werden, am Samstagmorgen zu schließen, da Auszahlungen ihrer Depositen oftmals in Bargeld erfolgen.

Die aufgeführten Argumente haben v.a. die Vertreter der Großbanken veranlaßt[3] zu verlangen, daß die Steuervorteile auch den Banken bzw. den Einlegern bei Banken gewährt werden sollen. Weiterhin wird verlangt, daß die BS geldpolitisch direkt kontrolliert werden sollen.

Im Jahre 1980 hat sich der sog. Wilson-Report[4] mit diesen

---

1 Siehe hierzu auch Kilroy,B. = Finance =.

2 Vgl. eine Umfrage des Daily Mirror, in der ein Brite das Bargeld als "... potentestes Liebes-Elixir seit der Erfindung des gestoßenen Rhinozeros-Horns" bezeichnete, zitiert nach: Britische Banken = Probe =. Diese Stellungnahme wird verständlicher, wenn man bedenkt, daß in Großbritannien Löhne und Gehälter nach wie vor zumeist bar ausgezahlt werden.

3 Vgl. Johnson,C. = Banks = (Johnson ist ein Ratgeber der Lloyds Bank).

4 Unter Vorsitz des ehemaligen Premierministers Sir Harold Wilson; eine Zusammenfassung findet man in:The Wilson Report = Report =.

Problemen beschäftigt und ebenfalls eine Ausdehnung der Steuervorteile zu Gunsten der Banken verlangt. Eine Ausweitung der direkten geldpolitischen Kontrolle auf die BS wurde jedoch abgelehnt. Wie wir aus der Analyse aggregativer Effekte der BS gesehen haben, stören die BS die Effizienz der Geldpolitik nicht, sie sind vielmehr ein stabilisierender Faktor für die Geldpolitik in Großbritannien. Die langfristige Eroberung der Marktanteile von BS zu Lasten der Banken, dürfte sich durch die erwähnten steuerlichen Maßnahmen abschwächen lassen, zumal die Banken neuerdings auch verstärkt Hypothekenkredite vergeben.

Interessant ist, daß die BoE sich dieser Diskussion um die BS bislang in öffentlichen Äußerungen zurückgehalten hat und Forderungen nach einer Erweiterung ihres geldpolitischen Zwischenziels, z.B. in M_4 oder M_5[1] durch Einbeziehung der Depositen bei BS, nicht aufgegriffen hat. Es bleibt abzuwarten, ob die Vorschläge des Wilson-Reports realisiert werden und dann der langfristige Verlust an Depositenmarktanteilen der Banken gestoppt werden kann. Sollte dies nicht gelingen, so scheint es durchaus möglich zu sein, daß, obwohl die BS keine aggregativen Effekte erzeugen, sie geldpolitisch, z.B. durch eine Mindestreservepflicht, kontrolliert werden.

3. Ergebnisse

- Die geldpolitische Konzeption der BoE kann als ein Balanceakt zwischen Positionen des Radcliffe-Reports und monetaristischen Positionen interpretiert werden, wenngleich mehr monetaristische Positionen verwirklicht werden als in den USA in der Zeit vor dem Konzeptionswandel des FRS in 1979.
- Eine selektive Kreditpolitik, die ähnlich verwirrend ist wie in den USA, gibt es in Großbritannien nicht. Die BSA empfiehlt den BS max. Hypotheken- und Einlagenzinsen, die freiwillig von den Mitgliedsinstituten eingehalten werden.
- Bis auf einen Aktiv-Tausch, der wie bei den SL und den MSB in den USA die Funktion hat, Depositenabflüsse in restriktiven Phasen abzuschwächen, konnten keine aggregativen

1 Vgl. Smith,D. = Monies =.

Effekte der BS festgestellt werden.

- Eine Ausdehnung geldpolitischer Kontrolle auf die BS erscheint demnach nicht wünschenswert, zumal die langfristigen Marktanteilsverluste an Depositen der Banken durch die Ausdehnung von Steuervergünstigungen für die BS auf die Banken womöglich aufgehalten werden könnten.

- Die BS sind nach wie vor Spezialkreditinstitute für Hypothekenkredite und Spareinlagen und unterscheiden sich von den Banken, die eine breite Palette von Aktiv- und Passivgeschäften bieten[1].

1 Neuerdings vergeben sie auch Hypothekenkredite, vgl. Williams,L. = Building Societies =.

III. Bundesrepublik Deutschland

1. Die Trennung von Banken und Finanzintermediären - Widersprüchliches bei der Deutschen Bundesbank

Wie wir gesehen haben, ist die Unterscheidung von Banken und Finanzintermediären in den USA und in Großbritannien nicht unproblematisch. Deren Notenbanken offenbaren jedoch i.Vgl. zur Deutschen Bundesbank ein gewisses Maß an Standfestigkeit bei ihren Abgrenzungen. Die Einstellung der Bundesbank ist hierzu von keiner klaren Konzeption gekennzeichnet.

Gesetzliche Grundlage für die Geldpolitik der Bundesbank ist das Gesetz über die Deutsche Bundesbank (BBankG). Ihre währungspolitischen Befugnisse richten sich vorrangig an die Kreditinstitute[1]. Der Begriff Kreditinstitut ist im Gesetz über das Kreditwesen (KWG) definiert. Im Sinne dieses Gesetzes sind Kreditinstitute Unternehmen, die Bankgeschäfte betreiben[2]. Folgende Institute lassen sich demnach als Kreditinstitute oder als Banken einstufen:

Kreditbanken, Girozentralen, Sparkassen, Zentralkassen, Kreditgenossenschaften, Realkreditinstitute, Teilzahlungskreditinstitute, Kreditinstitute mit Sonderaufgaben (ohne die Kreditanstalt für Wiederaufbau, vgl. § 2I KWG), Kapitalanlagegesellschaften[3], Wertpapiersammelbanken, Bürgschaftsbanken und sonstige Kreditinstitute, Postscheck- und Sparkassenämter, Bausparkassen[4].

Keine Kreditinstitute sind z.B.[5]: Deutsche Bundesbank, Sozialversicherungsträger, private und öffentlich-rechtliche Versicherungsunternehmen, obwohl diese zwar Bankgeschäfte betreiben, aber bereits einer anderen staatlichen Aufsicht unterliegen.

Nach dem KWG betreiben auch Bausparkassen und Versicherungen Bankgeschäfte[6], wobei der Umfang dieser Geschäfte ausdehn-

---

1 Vgl. §§ 14ff BBankG.

2 Vgl. § 1I KWG.

3 In Verbindung mit dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften.

4 In Verbindung mit dem Gesetz über Bausparkassen.

5 Vgl. § 2I KWG

6 Vgl. Möhring,P. u. Nirk,R. = Kreditwesengesetz = 25.

bar ist[1].

Die Bundesbank verwendet in ihrer monatlichen Berichterstattung und in ihrer Finanzierungsrechnung die Begriffe Bankengruppen bzw. Bank. Unter Bankengruppen[2] faßt sie die Finanzinstitute, die das KWG als Kreditinstitute bezeichnet, zusammen[3], mit Ausnahme der Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen, Bausparkassen, Wertpapiersammelbanken, Bürgschaftsbanken und sonstigen Kreditinstituten. Bausparkassen werden von den Bankengruppen getrennt als besondere Kreditinstitute ausgewiesen[4]. Die Bankengruppenstatistik ist die wesentliche Grundlage für die Geldmengenstatistik der Bundesbank. In der Finanzierungsrechnung nimmt die Bundesbank Stellung zum Bankenbegriff. Die Hauptfunktion der Banken sieht sie im "Finanzieren, d.h. Ansammeln, Umwandeln und Verteilen finanzieller Mittel"[5]. Hierzu zählt sie sich selbst sowie die Kreditinstitute der oben erwähnten Bankengruppen, einschließlich kleineren, den Volksbanken und Raiffeisenbanken angeschlossenen, ländlichen Kreditgenossenschaften, die nicht zur monatlichen Bankenstatistik berichten. Bausparkassen und Versicherungen werden ausgeklammert. Die Bundesbank betrachtet sie nicht als Banken. Bausparkassen wegen ihrer speziellen Finanzierungsaufgabe im Wohnungsbau und Versicherungen wegen ihrer speziellen Funktion, kalkulierbare Risiken gegen Zahlung vertraglich vereinbarter Prämien zu übernehmen[6]. Kapitalanlagegesellschaften werden in der Finanzierungsrechnung nicht besonders ausgewiesen und in der monatlichen Statistik,genau wie die Versicherungen, unter der Rubrik Kapitalmarkt kategorisiert[7].

---

1 Vgl. § 1I KWG.

2 Zur Struktur der Finanzinstitute aus der Sicht der Deutschen Bundesbank siehe Deutsche Bundesbank = Institutionen = 9ff.

3 Vgl. Deutsche Bundesbank = Monatsberichte = III. Kreditinstitute, Tab. 11/14.

4 Zu den Kreditinstituten, die von der Bundesbank erfaßt werden siehe Deutsche Bundesbank = Verzeichnis =.

5 Vgl. Deutsche Bundesbank = Monatsberichte = III. Kreditinstitute, Tab. 21.

6 Deutsche Bundesbank = Zahlenübersichten = 5.

7 Vgl. Deutsche Bundesbank = Monatsberichte = VI. Kapitalmarkt, Tab. 7/8.

Die Trennung von Banken und Finanzintermediären durch die Bundesbank wirft vor allem zwei Fragen auf:
Erstens warum sind Bausparkassen, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften bei der funktional sehr weit gefaßten Definition einer Bank nicht auch Banken? Auch sie sammeln finanzielle Mittel an, wandeln sie um und verteilen sie. Zweitens wenn die spezielle Finanzierungsaufgabe der Bausparkassen die Bundesbank veranlaßt, diese Institute von den Banken zu trennen, so ist nicht einzusehen, warum nicht auch die Realkreditinstitute, die schwerpunktmäßig ebenfalls Wohnungsbaukredite vergeben, von den Banken getrennt werden? Das Gleiche könnte man sich bei den Teilzahlungskreditinstituten fragen.

Auf diese Probleme ist die Bundesbank bislang nicht eingegangen. Der von ihr eingeschlagene Weg der Trennung von Banken und Finanzintermediären ist nicht konsequent. Es bleibt allerdings festzuhalten, daß die Bundesbank auch von einer Sonderstellung der Banken gegenüber anderen Finanzinstituten ausgeht. Im Gegensatz zu den USA und Großbritannien, wo unsere Untersuchungen auf der Trennung von Banken und Finanzintermediären durch die Notenbank aufbauen konnten, ist dies in der Bundesrepublik Deutschland nicht möglich.

2. Finanzintermediäre: Abgrenzung, Bilanzen und langfristige Entwicklung[1]

In der deutschen Literatur werden üblicherweise folgende Finanzinstitute als Finanzintermediäre eingestuft[2]:
Bausparkassen, Sozialversicherungen, private Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften, Kreditinstitute mit Sonderaufgaben, Teilzahlungskreditinstitute, Realkreditinstitute.

Wir wollen diesen Kreis ein wenig einschränken. Die Sozialversicherungen werden nicht berücksichtigt, da sie ihr Mittelaufkommen vor allem von privaten Wirtschaftssubjekten als Zwangsbeitrag erhalten und dieser nicht auf freiwilligen

---

1 Tabellen, Übersichten und Abbildungen sind im Anhang enthalten.

2 Siehe hierzu Jaeger,G. = Entwicklung = 13; Kohler,R. = Grenzen = 102; Meltzer,H.-J. = Diskussion = 13; Paffenholz,H.-J. = Effizienz = 7; Schirmer,U. = Einfluß = 19ff.

Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte beruht[1]. Kreditinstitute mit Sonderaufgaben, die in der Nachkriegszeit die Finanzierung des Wiederaufbaus zu einem bedeutenden Teil mitübernommen haben, und deren Aufgabe heute darin besteht, Kredite an die Wirtschaft bereitzustellen, wollen wir vernachlässigen, da diese zu rund 40% ihre Kredite über die Kreditinstitute vergeben und zunehmend mit strukturpolitischen Finanzierungsaufgaben betraut werden, die von konjunkturpolitischen Aufgaben schwer zu trennen sind[2]. Die Teilzahlungskreditinstitute werden vernachlässigt, da sie ihr Mittelaufkommen in hohem Maße (rund 50% der Passiva) von anderen Kreditinstituten erhalten und folglich von deren Liquiditätslage abhängen.

Die restlichen Finanzintermediäre stellen i.Vgl. zu den Geschäftsbanken eine spezielle Sparform bereit und leisten spezielle Finanzierungsaufgaben. Sie unterliegen nicht der geldpolitischen Kontrolle[3] und bieten keine bzw. nur sehr wenige Sichteinlagen an (Sichteinlagen der Bausparkassen werden vorwiegend für Gehaltszahlungen verwendet).

Die wesentlichen Merkmale dieser Institute sind:

Bausparkassen[4]

Die privaten und öffentlichen Bausparkassen nehmen im Finanzsektor der Bundesrepublik Deutschland eine Sonderstellung ein. Ihr Kundenkreis ist im Aktiv- und Passivgeschäft oftmals identisch. Dieses sog. kollektive Prinzip bewirkt, daß ein Bausparer durch seine Einlagen einen Anspruch auf ein relativ niedrig verzinstes Darlehen erhält.

Wie aus den Bilanzen der Bausparkassen ersehen werden kann, liegt bei den Aktiva der Schwerpunkt auf den Baudarlehen (nachrangige Hypotheken) an Nichtbanken (Ende 1979: 103,9 Mrd.

1 Vgl. Meltzer,H.-J. = Diskussion = 4.

2 So rückt in neuerer Zeit die Förderung des Mittelstands in den Vordergrund, vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau = Mittelstandsförderung =.

3 Die Realkreditinstitute sind seit 1965 de facto von der Haltung zinsloser Zentralbankguthaben befreit, vgl. § 1I (2) Anweisung der Deutschen Bundesbank über Mindestreserven.

4 Zum folgenden siehe Tab. 18 im Anhang sowie Lehmann,W. = Bausparkassen =.

DM oder 85,2% der Aktiva). Der Bestand an liquiden Mitteln (Kasse und Guthaben bei Kreditinstituten) ist als Folge der Trägheitsreserve relativ hoch (Ende 1979: 10,1 Mrd. DM oder 8,2% der Aktiva). Die Trägheitsreserve ist der Bestand an liquiden Mitteln, der für bereits zugeteilte, aber aus bestimmten Gründen, z.B. Verzögerungen des Baubeginns, noch nicht ausgezahlten Bausparsummen, gehalten wird. Die Wertpapierbestände sind relativ gering (Ende 1979: 5,4 Mrd. DM oder 4,4% der Aktiva).

Bei den Passiva spielen Bauspareinlagen der Nichtbanken (Ende 1979: 102,6 Mrd. DM oder 84,1% der Passiva) sowie die Einlagen und Kredite anderer Kreditinstitute (Ende 1979: 8,0 Mrd. DM oder 6,6% der Passiva) die größte Rolle.

Beim Kollektivprinzip geht der Sparvorgang immer dem Bauspardarlehen voraus. Im Zuteilungsverfahren werden die vorhandenen kollektiven Mittel auf die Zuteilungsanwärter verteilt. Somit besteht prinzipiell kein Bedarf für eine außerkollektive Finanzierung. Da die Bausparkassen auch Zwischenkredite (sie dienen zur Überbrückung bis zur Zuteilung der Bausparsumme) und sonstige Kredite (Vorfinanzierung von Bausparverträgen und Sofortdarlehen) vergeben, sind sie auf außerkollektive Mittel angewiesen[1], um die Wartezeit zu überbrücken, sofern die Mittel aus der Trägheitsreserve zur Finanzierung nicht ausreichen.

Realkreditinstitute[2]

Sie vergeben erstrangige Hypotheken- und Kommunaldarlehen, die sie vorrangig durch Inhaberschuldverschreibungen und Einlagen bzw. Kredite der Nichtbanken erhalten. Die Kredite an Nichtbanken erreichten Ende 1979: 242,9 Mrd. DM oder 85,1% der Aktiva, 99,6% hatten davon eine Laufzeit von über 1 Jahr. Die Wertpapierbestände sind gering (Ende 1979: 2,4 Mrd. DM), die Guthaben und Darlehen bei Kreditinstituten sind relativ hoch, 36,8 Mrd. DM. Bei den Passiva dominieren die Inhaberschuldverschreibungen (Pfandbriefe und Kommunalobligationen:

1 Siehe hierzu Richter, P. = Refinanzierung =.

2 Zu einem Überblick siehe Goedecke, W. u. Kerl, V. = Hypothekenbanken = sowie die Bankengruppenstatistik der Deutschen Bundesbank.

Ende 1979 waren dies 136,0 Mrd. DM oder 47.7% der Passiva) sowie Termineinlagen der Nichtbanken mit einer Laufzeit von 4 Jahren und darüber (Ende 1979: 76,4 Mrd. DM oder 26,8% der Passiva). Nach dem Grundsatz der kongruenten Deckung muß der Gesamtbetrag der umlaufenden Schuldverschreibungen in Höhe des Nennwerts jederzeit von Hypotheken in mindestens gleicher Höhe und Zinsertrag gedeckt sein.

Kapitalanlagegesellschaften[1]

Sie bieten ihren Kunden in der Form von Investmentzertifikaten durch das Moment der Risikostreuung risikoarme Anlagemöglichkeiten. Offene Kapitalanlagegesellschaften unterliegen seit 1969 dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften und sind für jedermann zugänglich. Geschlossene Fonds werden "geschlossen", sofern das Zertifikatskapital gezeichnet ist[2]. Die offenen Fonds sind bedeutender, so daß man die Betrachtung auf diese Institute beschränken kann.

Das Fondsvermögen der Wertpapierfonds belief sich Ende 1978 auf 41,5 Mrd. DM. Über Mittelaufkommen und Anlagestrategie werden wir weiter unten berichten. Wie Tab. 19 im Anhang zeigt, schwanken die liquiden Mittel (Barreserven und sonstige Aktiva) von 1969 - 78 zwischen 5,9 und 10% gemessen am gesamten Fondsvermögen der Wertpapierfonds. Bei den offenen Immobilienfonds waren dies Ende 1977 immerhin 15,7%.

Private Versicherungen[3]

Wie aus Tab. 20 im Anhang hervorgeht, sind die Lebensversicherungen die bedeutendsten privaten Versicherungen in der Bundesrepublik Deutschland (Ende 1979: 61,6% der Aktiva aller Versicherungen). Bei den Vermögensanlagen der privaten Versicherungen spielen die Schuldverschreibungen, Schuldscheinforderungen und Darlehen die größte Rolle (42,5% der Aktiva Ende 1979). Neben den Wertpapieren (25,8%) spielen noch die Hypothekenkredite eine wichtige Rolle (Ende 1979: 14,7% der Aktiva). Die Guthaben bei den Banken sind relativ gering (Ende 1979: 1,9 Mrd. DM; 0,75% der Aktiva).

1 Vgl. Tab. 19 im Anhang sowie Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V. = Investment =.

2 Vgl. Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Jan. 1975 = 12ff.

3 Vgl. Tab. 20 im Anhang sowie Starke,O.-E. = Bundesbankpolitik =.

Die langfristige Entwicklung von Banken und Finanzintermediären haben wir in Tab. 21 im Anhang dargestellt. Anfang bis Mitte der fünfziger Jahre haben die Finanzintermediäre vor allem wegen des Wachstums der Kreditinstitute mit Sonderaufgaben und der Realkreditinstitute ihren Anteil an allen Aktivabeständen der Finanzinstitute gesteigert. Es ist zu vermuten, daß sich hierin der Wiederaufbau nach dem 2. Weltkrieg wiederspiegelt. Von 1955 - 65 konnten sowohl die Banken als auch die Finanzintermediäre ihre Anteile halten. Danach haben die Banken wieder verstärkt an Bedeutung gewonnen.

Die Bausparkassen hielten Ende 1978 4,6% aller Aktivabestände der Finanzinstitute, die Realkreditinstitute 10,9%, Versicherungen 9,5% und Kapitalanlagegesellschaften 1,9%. Die Banken vereinigten 65,9% auf sich. Die Gruppe FI_1, worin die soeben erwähnten Finanzintermediäre enthalten sind, hat seit 1950 laufend an Bedeutung hinzugewonnen. Die restlichen Finanzintermediäre, die wir nicht weiter behandeln (FI_2), haben von 1950 - 55 von 11,0 auf 21% zugenommen. Seither hat ihre Bedeutung jedoch laufend abgenommen (Ende 1978: 7,2%). Die Relation der Aktivabestände zum Bruttosozialprodukt zu Marktpreisen zeigt eine ähnliche Tendenz. Der Anteil der Banken stieg von 1950 - 78 von 28,3% auf 122,2%. Bei FI_1 von 7,1% auf 49,9%. Der Anteil von FI_2 war Ende 1978 mit 13,2% auf dem Niveau der fünfziger Jahre.

Im Vergleich zu den USA kann hieraus auf eine größere Bedeutung der Banken in der Bundesrepublik Deutschland für die "Finanzierung" des Sozialprodukts geschlossen werden. Wie wir wissen, betrug der Anteil der CB in den USA Ende 1978 nur 60,3%. Im Vergleich zu den USA ist der Anteil der Banken am Sozialprodukt laufend gestiegen. Der Anteil der Finanzintermediäre ist in beiden Ländern annähernd gleich groß[1].

Dies ist ein erster Hinweis dafür, daß in den USA auf Grund des geringeren Anteils der Banken die Finanzintermediäre stärker zur Finanzierung des Sozialprodukts beitragen. Die Geldsubstitute der Finanzintermediäre in den USA müßten demnach für die Wirtschaftssubjekte engere Geldsubstitute sein.

1 Siehe zu diesem Vergleich Tab. 6 sowie Tab. 21 im Anhang.

Im Gegensatz zu den USA ist der Finanzsektor in der Bundesrepublik Deutschland nicht ähnlich kompliziert geregelt. Die Bundesbank kontrolliert mit ihrem Instrumentarium die Banken. Auf die Finanzintermediäre (FI_1) kann sie direkt nicht einwirken[1].

3. Aggregative Wirkungen der Finanzintermediäre

Aussagen über eine allgemeine Tendenz zur Annäherung oder zum Auseinandergehen der Zinsraten innerhalb der Zinsstruktur der Bundesrepublik Deutschland ist aus Untersuchungen der Deutschen Bundesbank nicht ableitbar[2]. Insofern sind Aussagen über eine Veränderung der Zinsstruktur als Folge von Geldsubstituten der Finanzintermediäre, ähnlich wie in den USA, nicht möglich.

a) Qualität von Geldsubstituten der Finanzintermediäre

Die Geschäftstätigkeit der Bausparkassen besteht i.w. darin, Bausparern, wenn diese über einen 40%igen Eigenkapitalanteil verfügen, einen korrespondierenden Fremdkapitalanteil von 60% in Form eines Darlehens zu gewähren. Der Kreditanteil wird durch die vorgeleisteten Ansparsummen oder Tilgungsbeträge der übrigen Bausparer bereitgestellt. Je nach Vertragstyp besteht auch bei sofortiger Einzahlung von 40% der Bausparsumme eine Mindestwartezeit (derzeit 1 Jahr). Die Zuteilung des Kapitals an die Bausparer muß auch nach dieser Wartezeit erst dann erfolgen, wenn die Zuteilungsmasse verfügbar ist[3]. Die Zuteilungsmasse hängt ab von der Entwicklung des Neugeschäfts, vom Sparkapitalzugang (Spar- und Tilgungsintensität) sowie von Momenten der Entlastung der Zuteilungsmasse, wie z.B. Vertragskündigungen (d.h. weniger Kredite), Vergrößerung der Trägheitsreserve, Vertragsfortsetzungen und Darlehensverzicht. Die Wartezeit wird auch von der Verfügbarkeit außerkollektiver Finanzierungsmittel für Vor-, Zwischen- und Sofortdarlehen bestimmt.

---

1 Eine gute Einführung zur deutschen Geldpolitik bieten Dickertmann,D. u. Siedenberg,A. = Instrumentarium =.

2 Vgl. Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Apr. 1978 = 11ff.

3 Siehe hierzu Loef,H.-E. = Wartezeiten =; Rehm,H. = Strukturkrise =; Welcker,J. = Bausparkassen =; derselbe = Replik =.

Man sieht, daß die reale Belastung eines Bausparers durch ein Baudarlehen immer nur für einen Stichtag errechnet werden kann, da der nominale Darlehenszins, der bei 4,5% - 5% liegt, durch Veränderungen der Wartezeit nicht gleichzusetzen ist mit der effektiven Belastung[1].

Der Zins für Bauspareinlagen ist relativ gering (2,5% - 3%). Dies ist angesichts des niedrigen nominalen Darlehenzinses verständlich. Das geschilderte kollektive Prinzip bringt es mit sich, daß über Bauspareinlagen im Gegensatz zu den Einlagen bei SL in den USA nicht so schnell verfügt werden kann. Nach Abzug einer Verwaltungsgebühr und unter Einbehaltung einer technisch bedingten Abrechnungsfrist, kann über Bausparguthaben verfügt werden. Ein Anspruch auf umgehende Auszahlung besteht nicht. Auch ist zu bedenken, daß der Bausparer bei Kündigung vor Ablauf der Mindestspardauer und bei einer Mittelverwendung, die nicht im Zusammenhang mit einem Bauvorhaben stehen, den Anspruch auf die Bausparprämie oder den Sonderausgabenabzug verwirkt. Man sieht jedoch, daß Bausparguthaben keineswegs völlig illiquide sind.

Realkreditinstitute refinanzieren sich vorwiegend über Pfandbriefe und Kommunalobligationen sowie über Terminguthaben der Nichtbanken (Laufzeit über 4 Jahre) . Letztere sind wegen der langen Laufzeit nicht als Geldsubstitute zu betrachten.

Die erwähnten Schuldverschreibungen sind vom jeweiligen Zinsniveau in reziproker Weise abhängig, so daß die vor Fälligkeit realisierbaren Umtauschpreise unbestimmt sind. Sie können oberhalb oder unterhalb des Nominalwerts liegen.

Kapitalanlagegesellschaften bieten keine Einlagen, sondern beschaffen sich ihre Mittel durch Investmentzertifikate. Deren Wert schwankt i.Vgl. zum Aktienkurs in gedämpfter Form. Zwischen Ausgabe- und Rücknahmepreisen besteht eine Differenz von 4,5%. Der reale Wert kann demnach nur unter Berücksichti-

1 Die einzige dem Verfasser bekannte Quelle zur Berechnung des effektiven Zinsaufwands bei Bauspardarlehen sind die periodischen Veröffentlichungen in der Zeitschrift Capital. Die effektive Zinsbelastung schwankte bei den Bausparkassen Ende 1978 zwischen 6,26% (Beamtenheimstättenwerk) und 8,78% (Deutsche Bausparkasse), vgl. Was Bauspardarlehen wirklich kosten - um 7 Prozent = Prozent =.

gung der Dividenden- und Kursgewinne angegeben werden.

Private Versicherungen; z.B. läßt sich der Wert einer Lebensversicherung abschätzen. Der Rückkaufswert steigt mit sinkendem Risiko an und erreicht den vollen Wert entweder mit dem Ablauf der Vertragsdauer oder wenn der Schadensfall eintritt. Die Wirtschaftssubjekte können auch über Versicherungen verfügen, sofern sie gewillt sind, einen entsprechenden Wertverlust hinzunehmen.

b) Mittelzufluß

Im Gegensatz zu den USA und Großbritannien werden den Finanzinstituten in der Bundesrepublik Deutschland die Zinssätze für Einlagen nicht vorgeschrieben. Der Zins für Bauspareinlagen ist in Erwartung des niedrig verzinslichen Darlehens gering. Die Käufer langfristiger Wertpapiere der Realkreditinstitute beanspruchen eine höhere Verzinsung als die Anleger risikoloseren Sparkapitals. Da die Zinsspanne zwischen Soll- und Habenzinsen im Realkreditgeschäft die geringste des Kreditgewerbes in der Bundesrepublik Deutschland ist, kann man nicht davon ausgehen, daß sie die Habenzinsen in restriktiven Phasen der Geldpolitik überbieten können, da die Kreditnachfrage im Wohnungsbau sehr zinselastisch ist[1].

Bei den Kapitalanlagegesellschaften ist zu erwarten, daß die Wertentwicklung der Investmentzertifikate mit den Kursen der Wertpapiere schwankt, so daß sie bei steigenden Marktzinsen eher mit einem geringeren Mittelaufkommen rechnen müssen, die Habenzinsen der Banken also auch nicht überbieten können. Bei den Lebensversicherungen ist der Rechnungszins, mit dem der Sparanteil an der Prämie bedient wird, nahezu konstant[2].

Die Interessenvertreter, vor allem der Bausparkassen, leiten aus dem bisher Gesagten ab, daß ihnen ihre Mittel unabhängig von der konjunkturellen Situation und damit in der Regel auch unabhängig von der jeweiligen Zinssituation zufließen und sie mithin diese Mittel antizyklisch verwenden würden.

1 Vgl. Kummert,P. = Zinsspanne =.

2 Vgl. hierzu Müller,G. = Zins = sowie Glöggler,A. = Liquiditätstheorie = 167, Anmerkung 48.

Die Finanzintermediäre sind folglich als stabilisierender Faktor anzusehen[1].

Um etwaige Vermögensumstrukturierungen zu überprüfen, wollen wir uns auf die Ersparnisbildung der privaten Haushalte konzentrieren[2], die als typische Überschußeinheiten in erster Linie für den Erwerb von Lebensversicherungspolicen verantwortlich zeichnen und auch den wesentlichen Teil des Bausparaufkommens erbringen. Wie aus Tab. 22 im Anhang ersichtlich ist, halten sie auch einen respektablen Anteil am Mittelaufkommen der Realkreditinstitute. Da die Kapitalanlagegesellschaften in der Finanzierungsrechnung der Bundesbank nicht besonders ausgewiesen werden, wollen wir auf diese Institute etwas später eingehen.

Betrachtet man Tab. 22, so sieht man, daß die Bausparkassen in Phasen steigender Zinssätze (1955/56, 1959/60, 1965/66, 1969/70, 1972/73 gemessen an der Entwicklung des Diskontsatzes) ihren Anteil an der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte steigern konnten. Insbesondere von 1965 - 1966 war die Steigerung überdurchschnittlich (9,54% auf 13,05%)[3]. Dieser Anteil ist allerdings auch bei nicht steigendem Zinsniveau, z.B. 1962/63 von 8,14% auf 8,45% gestiegen.

Bei den Versicherungen ist Ähnliches festzustellen, allerdings verringerte sich ihr Anteil von 1969 auf 1970 von 14,84% auf 13,32%. Bei den Realkreditinstituten überwiegen bei steigenden Zinsen die abnehmenden Anteile.

Der Gesamtanteil der Geldvermögensbildung privater Haushalte

---

1 Z.B. Degner,J. = Aspekte =. Aber auch die Bundesregierung beteiligt sich hieran. Auf eine Anfrage der Opposition im Deutschen Bundestag stellte die Bundesregierung fest, daß die Bausparkassen einen kontinuierlichen Zufluß von Ersparnissen erhalten und von den Schwankungen am Kapitalmarkt unabhängig sind und folglich durch ihre Kreditvergabe auf die Wohnungsbaukonjunktur verstetigend wirken, vgl. hierzu die Pressemeldung in: Bundesregierung - Bausparen verstetigt die Wohnungsbaukonjunktur = Bausparen =.

2 Dabei ist es gleichgültig, ob die Umstrukturierung des Vermögens aus dem Bestand oder aus dem laufenden Einkommen finanziert wird. Viel wichtiger ist es, ob sich die Proportionen der Geldvermögensbildung bei den Finanzinstituten verändern.

3 Dieser Zuwachs kann auch auf steuerliche Vergünstigungen zurückgehen. Vgl. Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Apr. 1970 = 13.

bei diesen Finanzintermediären offenbart, daß bei steigenden Zinsen keine systematische Erhöhung des Mittelzuflusses eintritt. Die Zuflüsse der Bausparkassen und Versicherungen werden teilweise von den relativen Abflüssen bei Realkreditinstituten kompensiert. Die stärkste Schwankung des Gesamtanteils der Finanzintermediäre betrug 1965/66 rund 4% (der noch stärkere Anstieg in 1955/56 kann nicht berücksichtigt werden, da für die Realkreditinstitute keine Daten verfügbar waren).

Der Mittelzufluß bei den Kapitalanlagegesellschaften ist in Abb.22 im Anhang dargestellt. Wie schon vermutet, fließen diesen Finanzinstituten bei steigenden Zinssätzen und damit verbundenen sinkenden Kursen der Aktien weniger Mittel zu, während bei sinkenden Zinsen und steigenden Kursen der Mittelzufluß zunimmt. Insoweit kann von einem prozyklischen Verhalten der Investmentsparer in Bezug auf die Entwicklung der Aktienkurse gesprochen werden[1]. Dieses Verhalten der Investmentsparer läßt sich durchaus erklären. Bei hohen Umlaufrenditen ist der Kunde auf das "Profimanagement" der Fondsverwalter kaum angewiesen. Ist der Zins hingegen niedrig, dann kauft der zinsorientierte Kunde z.B. Rentenfonds und überträgt seine individuellen Anlageprobleme auf das Fondsmanagement[2].

Zusammenfassend kann man feststellen, daß die Finanzintermediäre insgesamt bei ihrem Mittelzufluß keine wesentlichen aggregativen Wirkungen erzeugen. Nur bei Bausparkassen und teilweise bei Versicherungen scheinen aggregative Wirkungen vorzuliegen.

c) Kreditgewährung und Aktiv-Tausch

Bausparkassen, Realkreditinstitute und Lebensversicherungen sind ganz wesentlich an der Wohnungsbaufinanzierung beteiligt (siehe Tab. 23 im Anhang). Die Bausparkassen haben auf dem Markt für Hypothekenneuzusagen die größte Bedeutung. Seit 1955 konnten sie ihren Anteil von 26,9% auf rund 50% in den siebziger Jahren steigern. Die Entwicklung verlief relativ stetig nach oben, wenngleich 1978 ein scharfer Einbruch zu

1 Empirische Evidenz liefert auch Jurgeleit,W.-D. = Investmentsparer =.

2 Vgl. Fienhold,M. = Milliarden =.

verzeichnen war (1977/78: Rückgang von 50,5% auf 40,9%). Es fällt auf, daß bei steigenden Zinssätzen Bausparkassen ihren Marktanteil besonders erhöhen konnten[1], so z.B. in den Jahren 1969/70 von 43,9%auf 51,5% oder 1972/73 von 42,8% auf 51,8%. Bei sinkenden Zinssätzen gehen die Marktanteile zurück (z.B. 1966/67), oder nehmen zu (1975/76).

Die zunehmenden Marktanteile der Bausparkassen werden verständlich, wenn man die Entwicklung bei den anderen Finanzinstituten betrachtet. Die Sparkassen, die in der Bundesrepublik Deutschland Universalbanken sind, haben seit 1955 bei steigenden Zinsen fast immer absolut und relativ an Bedeutung verloren (Ausnahme: 1965/66; Zunahme des Marktanteils von 23,9% auf 24,1% bei einem absoluten Rückgang der Neuzusagen um 180 Mio. DM). Die Realkreditinstitute verlieren bei steigenden Zinsen immer an Marktanteilen, auch wenn 1959/60 die Neuzusagen um 170 Mio. DM gestiegen sind. Die Lebensversicherungen erhöhen bei steigenden Zinssätzen, genau wie die Bausparkassen, ihre Marktanteile, wenngleich sie einmal 1965/66 bei steigenden Zinsen 20 Mio. DM weniger an Neuzusagen vergeben haben. Im Vergleich zu den Bausparkassen ist die Zunahme der Marktanteile bei steigenden Zinsen geringer.

Dies bedeutet, daß vor allem die Bausparkassen und die Lebensversicherungen die Zunahme ihrer Marktanteile bei steigenden Zinsen in hohem Maße dem Rückgang der Neuzusagen bei Sparkassen und Realkreditinstituten zu verdanken haben. Es zeigt sich, daß vorwiegend die Bausparkassen relativ stetig ihre Mittel beim Wohnungsbau verwenden, wohingegen die Sparkassen als Banken ihre Hypothekenkredite stärker einschränken[2]. Bei den Kapitalanlagegesellschaften sind keine Aussagen darüber möglich, ob diese Finanzinstitute ihre Kreditvergabe bei steigenden Zinssätzen erhöhen. Hierzu wäre die Kenntnis des Anteils monetärer Forderungen an den Gesamtvermögenswerten notwendig. Auf der Basis des Inventarwerts des Vermögens, der börsentäglichen Schwankungen unterliegt, sind

1 Zur Bestätigung siehe Kloten,N. = Perspektiven = 7.

2 Zur Bestätigung ziehe man zu Rate, vgl. Degner,J. = Aspekte = 14 sowie Zink,A. = Aspekte = 734f.

solche Aussagen nicht möglich.

Neben dem laufenden Mittelaufkommen können auch die Wertpapierbestände als Finanzierungsreserve in Betracht gezogen werden, indem in Phasen steigender Marktzinssätze diese Bestände abgebaut werden, oder deren Zuwachs sich verringert. Folglich müssen die dabei erlösten Mittel der Kreditvergabe zugute kommen. Es ist damit zu rechnen, daß durch den Aktiv-Tausch der Anteil der Wertpapiere an den Krediten bzw. an den Vermögensanlagen abnehmen wird. Die entsprechenden Daten enthält Tab. 24 im Anhang.

Man sieht, daß die Bausparkassen bei steigenden Zinsen 1969/70, 1972/73 den Anteil der Wertpapiere an den Kreditbeständen gegenüber den Nichtbanken verringern. 1965/66 blieb dieser Anteil konstant. Bei den Versicherungen wechseln Phasen, in denen der Anteil der Wertpapierbestände an den Vermögenseinlagen steigt, so geschehen 1959/60 und 1965/66, mit Phasen ab, in denen dieser Anteil sinkt, so geschehen 1969/70 und 1972/73. Die Realkreditinstitute haben bei steigendem Zins ihren Wertpapieranteil immer verringert. Da die Finanzintermediäre allerdings auch ihren Wertpapieranteil bei niedrigem Zinsniveau verringern (Realkreditinstitute z.B. 1962/63; Bausparkassen z.B. 1976/77) bzw. nicht verändern (Versicherungen 1962/63) sind somit keine eindeutigen Aussagen möglich. Die Finanzintermediäre betreiben keinen systematischen Aktiv-Tausch. Allenfalls die Realkreditinstitute und die Bausparkassen scheinen einigermaßen die Anlage in Direktkrediten den Wertpapieren bei steigenden Zinsen vorzuziehen[1].
Neben den Wertpapieren bietet eine Rationalisierung der Kassenhaltung eine weitere Möglichkeit für die Finanzintermediäre, ihre Kredite unabhängig vom jeweiligen Mittelaufkommen auszudehnen. Hohe Liquiditätsreserven findet man vorwiegend bei Bausparkassen, bei Realkreditinstituten und Sachversicherungen. Der hohe Reservebestand der Sachversicherungen i.Vgl. zu den Lebensversicherungen ist durchaus verständlich, da die Lebens-

1 Siehe auch den Versuch einer empirischen Überprüfung anhand einer Korrelationsanalyse bei Timmermann,V. = Wertpapierbestände = und die daran anschließende Diskussion, vgl. Neubauer,W. = Erwiderung =; Neumann,M.J.M. = Problem =; Timmermann,V. = Entgegnung =.

versicherungen ihre Reservenhaltung wegen der genaueren Vorhersagbarkeit der Schadensfälle geringer halten können. Die Reservehaltung der Sachversicherung von rund 2 Mrd. DM ist jedoch so gering, daß selbst bei einem vollständigen Abbau gesamtwirtschaftlich gesehen nicht wesentlich mehr Kredite vergeben werden können.

Bei den Realkreditinstituten blieb die Hypothekenkreditgewährung fast ständig hinter dem Mittelaufkommen zurück, so daß als Folge des oben beschriebenen Kongruenzprinzips, der größte Teil der Liquiditätsreserven die sog. Ersatzdeckung für die Schuldverschreibungen bilden, denen noch keine Darlehen gegenüberstehen[1].

Bei den Bausparkassen beträgt der Anteil der Trägheitsreserve an den Liquiditätsreserven rund 3/4. Die Trägheitsreserve wird vorwiegend zur Finanzierung von Vor- und Zwischendarlehen verwendet[2]. Man kann also davon ausgehen, daß nur rund 1/4 der Liquiditätsreserven frei verfügbar sind. Einen Teil davon haben nach Aussagen der Deutschen Bundesbank die Bausparkassen im Restriktionsjahr 1973 zu Gunsten eines überproportionalen Wachstums der Baudarlehen verwendet. Die Kassenbestände und Guthaben bei Kreditinstituten ermäßigten sich 1972/73 um 1,543 Mrd. DM auf 10,972 Mrd. DM[3].

Bei den Kapitalanlagegesellschaften kann statistisch nur der Aktiv-Tausch Kasse-Kredite diskutiert werden (zur Begründung siehe vorletzte Seite). Das vorliegende Material (vgl. Tab. 19 im Anhang) zeigt, daß diese Finanzinstitute bei steigenden Zinssätzen ihre liquiden Mittel ab- und aufbauen (siehe 1969/70 und 1972/73), also keinen systematischen Aktiv-Tausch betreiben.

Auch bei der Rationalisierung der Kassenhaltung scheinen die Finanzintermediäre insgesamt gesehen keine aggregativen Effekte bewirken zu können. Nur bei den Bausparkassen kann eine Verringerung der Kassenhaltung zu Gunsten der Direktkreditvergabe festgestellt werden.

---

1 Einen detaillierten Einblick gewährt Jaeger,G. = Entwicklung = 74ff.

2 Gem. § 1 Bausparkassenverordnung kann die Trägheitsreserve zu max. 60% für Vor- und Zwischenkredite verwendet werden.

3 Vgl. Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Aug. 1975 = 18.

4. Finanzintermediäre in der geldpolitischen Konzeption der Deutschen Bundesbank - der Paralleleffekt

a) Ausrichtung der Geldpolitik auf die Banken

Die geldpolitische Konzeption der Deutschen Bundesbank wird seit 1974 verstärkt analysiert. Durch den Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Frühjahr 1973 wurde die außenwirtschaftliche Flanke der Geldschöpfung durch die Zentralbank einigermaßen kontrollierbar. Diese Rahmenbedingung benutzte die Deutsche Bundesbank um ihre Geldpolitik "neu" zu orientieren[1].

Als monetäre Orientierungsgröße der Geldpolitik, an der die Stärke und die Richtung monetärer Impulse abgelesen werden kann, wurde die Zentralbankgeldmenge Summe aus Bargeldumlauf (einschließlich Kassenbeständen der Banken) sowie das Mindestreservesoll auf Inlandsverbindlichkeiten (zu konstanten Reservesätzen) der Banken verwendet. Diese Größe löste die Rolle der Bankenliquidität gemessen an den freien Liquiditätsreserven [Überschußreserven, inländische Geldmarktpapiere mit Marktregulierung, unausgenutzte Rediskontkontingente und unausgenutzter Lombardspielraum (soweit eine gültige Warnmarke vorliegt)] der Banken ab. Da die Zentralbankgeldmenge jedoch verwendungsorientiert definiert ist, kann sie nur eine monetäre Expansion oder Kontraktion anzeigen, die schon stattgefunden hat. Insofern ist die Zentralbankgeldmenge eine Zwischenzielgröße der Geldpolitik. Die freien Liquiditätsreserven indizieren hingegen den zukünftigen monetären Expansionsspielraum der Banken. Es ist demnach nicht angebracht, von einer neuen Konzeption der Bundesbank zu sprechen, zumal der Instrumenteneinsatz keine Neuigkeiten offenbart[2]. Allenfalls die Vorankündigung einer Expansionsrate der Zentralbankgeldmenge deutet auf eine mehr mittel- bis langfristige Orientierung der Geldpolitik hin, die insbesondere den Tarifpartnern

1 Literatur zur "neuen" Geldpolitik der Deutschen Bundesbank findet man zusammengestellt bei Dickertmann,D. u. Siedenberg,A. = Instrumentarium = 151.

2 Ausführlicher bei Schlesinger,H. = Erfahrungen =; derselbe = Geldpolitik =.

den Expansionspfad für Lohnverhandlungen aufzeigen soll[1]. Dieses monetaristische Element wird jedoch durch die anderen, vorwiegend keynesianischen Elemente der Geldpolitik übertroffen[2].

Ihre Vorstellungen über den Transmissionsprozeß der Geldpolitik hat die Bundesbank bislang nur vage geäußert[3]. Sie scheint von einem Portfolioprozeß auszugehen, bei dem Zins- und auch Vermögensänderungen die Investitions- und Konsumentscheidung der Wirtschaftssubjekte bestimmen. Zinssätze und Bankkredite sind dabei die Schlüsselvariablen zur Veränderung der Zentralbankgeldmenge. Durch ihre Instrumente verändert die Notenbank die freien Liquiditätsreserven der Banken. Dadurch werden die Geldmarktzinsen und wegen der von der Bundesbank angenommenen engen Verflechtung des Geld- und Kapitalmarkts, die Kapitalmarktzinsen verändert. Dies wiederum bewirkt eine Veränderung des Kreditangebots der Banken; diese Kredite führen durch die Portfolioentscheidungen der Konsumenten und Investoren wieder zu Einlagen bei den Banken, die Zentralbankgeldmenge und die Geldmenge verändern sich und zeigen die erfolgte monetäre Veränderung an[4].

Da der Geldmenge M[5] keine eigenständige Rolle als monetäres Zwischenziel zuerkannt wird, ist es durchaus plausibel, die geldpolitische Konzeption der Bundesbank als einen keynesianischen Ansatz zu qualifizieren. Die Geldpolitik richtet ihren Instrumenteneinsatz auf die Banken aus[6]. Die Finanzin-

---

1 Zur Kritik z.B. Barthel,J. = Krise =.

2 So auch bei Duwendag,D. = Bundesbank =.

3 Vgl. hierzu Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Mai 1975 = 29.

4 Siehe auch Duwendag,D. = Geldpolitik = 292ff.; derselbe = Ansätze = 61, Abb.2.

5 Die Deutsche Bundesbank verwendet momentan 3 Geldmengenabgrenzungen, die die Geldsubstitute der Finanzintermediäre nicht berücksichtigen.
M_1 = Bargeld bei Nichtbanken + Sichteinlagen privater inländischer Nichtbanken bei der Zentralbank plus Sichteinlagen inländischer Nichtbanken bei Kreditinstituten.
M_2 = M_1 + Terminguthaben inländischer Nichtbanken bei Kreditinstituten (Laufzeit unter 4 Jahren).
M_3 = M_2 + Sparguthaben inländischer Nichtbanken bei Kreditinstituten mit gesetzlicher Kündigungsfrist.

6 Hierzu Starke,O.-E. = Hüter =.

termediäre spielen in der geldpolitischen Konzeption der Bundesbank keine eigenständige Rolle. Eine enge Verflechtung von Geld- und Kapitalmarkt bewirkt nach Ansicht der Bundesbank ein gleichgerichtetes Verhalten der Marktteilnehmer auf diesen Märkten[1].

Die Sonderstellung der Banken bei den Transmissionsprozessen der Geldpolitik war jedoch noch vor geraumer Zeit keineswegs unumstritten. Die Kritik an der Effizienz des geldpolitischen Instrumentariums erreichte 1972/73 ihren bisherigen Höhepunkt. Im Verlauf der Diskussion wurde u.a. vorgeschlagen, auch die Finanzintermediäre (Versicherungen, Realkreditinstitute, Bausparkassen und Kapitalanlagegesellschaften) der Mindestreservepflicht (Aktiv- und/oder Passivreserve) zu unterstellen[2]. Die Bundesbank schlug in ihrem Geschäftsbericht 1972 vor, den Banken eine Kreditplafondierung aufzuerlegen, um den Bremsweg restriktiver Maßnahmen zu verkürzen. Eine Ausdehnung dieser Maßnahme auch auf die Finanzintermediäre lag nicht in ihrer Absicht. Sie scheint aber damals ähnlich wie der Sachverständigenrat[3] erkannt zu haben, daß eine Kreditplafondierung nur für Bankenkredite ein Ausweichen der Kreditnachfrage, z.B. auf die Finanzintermediäre in restriktiven Phasen der Geldpolitik geradezu fördern würde. Unter bestimmten Umständen sollten deswegen auch "...gewisse Bankengruppen oder Kredite mit bestimmten Fristen"[4] dieser Kontrolle unterstellt werden.

Die Bundesregierung unterbreitete sogar am 12. Juni 1973 einen Referentenentwurf zur Änderung des Bundesbankgesetzes. Die darin genannten Vorschläge zur Änderung des Instrumentariums der Bundesbank sollten "... unerwünschte Strukturwirkungen auf das Finanzierungssystem vermeiden ..."[5], eine Ausdehnung der geldpolitischen Kontrolle auf die Finanzintermediäre wäre somit möglich gewesen. Dieser Entwurf ver-

---

1 Siehe Schlesinger,H. = Kapitalmarkt =.

2 Z.B. bei Vogl,G. = Diskussion =; Herms,W. = Mindestreserveverpflichtung =.

3 Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung = Rang = Ziffer 394ff.

4 Deutsche Bundesbank = Geschäftsbericht 1972 = 28.

5 Zitiert nach Dickertmann,D. u. Hansmeyer,K.-H. = Streit = 582.

schwand jedoch bald wieder in den Schubladen, als es um die Kompetenzverteilung zwischen Bundesbank und Bundesregierung bei der Festlegung der Kreditplafonds ging. Beim oben erwähnten Übergang zu flexiblen Wechselkursen war die Reformdiskussion endgültig beendet, ohne daß die anstehenden Probleme in Bezug auf die Finanzintermediäre gelöst worden waren.

b) Köhlersche Orientierung

Wir haben das geldpolitische Konzept der Bundesbank als einen keynesianischen Ansatz klassifiziert, in welchem das Kreditvolumen der Banken und die Zinssätze eine wichtige Rolle spielen. Bei näherer Betrachtung bedarf dies einer Konkretisierung. Wenn Duwendag, ein wohlbekannter deutscher Geldtheoretiker, den Transmissionsprozeß, wie ihn die Bundesbank beschreibt, und die Wahl der Zentralbankgeldmenge als Zwischenziel der Geldpolitik als ein Konzept sieht, das auch Tobin vertreten würde[1], so ist dies nur in Bezug auf die Grundstruktur des Transmissionsprozesses (Theorie der relativen Preise) vertretbar. Allerdings konnte im Teil B der Arbeit gezeigt werden, daß die Wahl der Zentralbankgeldmenge bzw. der Geldbasis als Indikator bzw. als Zwischenziel der Geldpolitik bei Tobin allenfalls eine second best Lösung ist. Duwendag übersieht auch, daß Tobin den Finanzintermediären aggregative Effekte zuerkennt. Genau dies tut die Bundesbank nicht. Sie begründet dies mit der Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarkts.

Diese Abhängigkeit konnte schon bei Claus Köhler und dem von ihm vertretenen Paralleleffekt weiter oben beschrieben werden. Sein Liquiditätssaldokonzept ist durch die Berücksichtigung der Sekundärliquidität der Banken auf deutsche Verhältnisse abgestimmt. Wie an früherer Stelle gezeigt werden konnte, besteht der Nachteil seiner Theorie darin, daß bei relativen Zinseffekten, wie z.B. Zinsüberbietungen der Finanzintermediäre, die Geldpolitik, auch bei hoher Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarkts, ineffizient werden kann. Da diese relativen Zinseffekte von den Finanzintermediären in der Bundesrepublik Deutschland nicht erzeugt werden, kann man

1 Vgl. Duwendag,D. = Geldpolitik = 294.

die Konzeption der Bundesbank nicht bloß als keynesianische Konzeption bezeichnen, sondern auch als Konzeption ansehen, die wesentliche Aussagen der Geldtheorie von Claus Köhler beinhaltet. Natürlich darf nicht übersehen werden, daß das Liquiditätssaldokonzept umfassender ist als das Zentralbankgeldmengenkonzept und als Indikator bzw. Zwischenziel über das Bundesbankkonzept hinausgeht[1].

Empirische Evidenz scheint die These von der Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarkts zu stützen[2]. Die Banken hielten Ende 1979 42,1% der Schuldverschreibungen inländischer Emittenten. Da die Portfolioentscheidungen der Banken direkt von den Instrumenten der Geldpolitik betroffen sind, kann man vermuten, daß der Mittelzufluß von Finanzinstituten, die sich vorwiegend über Schuldverschreibungen refinanzieren, von der jeweiligen Liquiditätssituation der Banken abhängt.

Wie wir gesehen haben, erzeugen die Realkreditinstitute bis auf einen Aktiv-Tausch, der allerdings wegen des relativ geringen Wertpapierbestandes kaum ins Gewicht fällt, keine aggregativen Effekte. Die Realkreditinstitute refinanzieren sich auch in großem Ausmaß über die Ausgabe von Pfandbriefen und Kommunalobligationen, die, wie oben dargelegt, in hohem Maße von den Banken gehalten werden. Die Realkreditinstitute sind demnach von Entwicklungen des Geldmarkts stark abhängig.

Bei den Versicherungen und bei den Bausparkassen konnten aggregative Effekte festgestellt werden, die unabhängig von den Entwicklungen des Geldmarktes sind, da diese Institute sich nicht über die Ausgabe von Schuldverschreibungen refinanzieren. Insbesondere das Bausparen geht am Kapitalmarkt vorbei[3].

---

1 Zusätzlich zur Zentralbankgeldmenge enthält der Liquiditätssaldo die Sekundärliquidität (z.B. Rediskontkontingente) abzüglich dem Bargeld im Besitz der Nichtbanken. Köhler hat seine Theorie, die er als Direktoriumsmitglied der Deutschen Bundesbank auch im Rahmen der geldpolitischen Konzeption der Zentralbank zu vertreten hat, erläutert in Köhler,C. = Grenzen =.

2 Vgl. Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Mai 1980 = 25.

3 Zur Bestätigung siehe Reiss,J. = Einkommen =.

5. Ergebnisse

- Die Trennung von Banken und Finanzintermediären durch die Deutsche Bundesbank ist widersprüchlich. Z.B. werden die Realkreditinstitute, obwohl sie wie die Bausparkassen Hypotheken vergeben, zu den Banken gerechnet.
- Als Finanzintermediäre wurden in dieser Arbeit die Bausparkassen, Versicherungen, Realkreditinstitute und Kapitalanlagegesellschaften behandelt, die geldpolitisch nicht direkt von den Instrumenten der Bundesbank berührt werden. Aus Plausibilitätsüberlegungen wurden Teilzahlungskreditinstitute, Kreditinstitute mit Sonderaufgaben sowie Sozialversicherungen als Finanzintermediäre aus der Betrachtung ausgeschlossen.
- Die Bausparkassen, aber auch die Versicherungen, erzeugen aggregative Effekte. Beim Mittelzufluß und bei den Neuzusagen zur Finanzierung des Wohnungsbaus sind zunehmende Marktanteile dieser Finanzinstitute bei steigenden Marktzinssätzen festzustellen. Ursachen hierfür sind die Geldmarktabhängigkeit der Realkreditistitute und der Rückgang der Bedeutung der Sparkassen als Wohnungsbaukreditgeber in Phasen steigender Zinssätze. Ein Aktiv-Tausch konnte nur bei den Bausparkassen festgestellt werden.
- Die Unabhängigkeit der Versicherungen und Bausparkassen vom Geldmarkt bewirkt, daß diese Finanzinstitute ihre Mittel nicht durch Überbieten von Habenzinsen der Banken erhalten. Auch gibt es keine selektive Kreditpolitik, die, wie in den USA bis 1980,eine Zinsdifferenz zu Gunsten der Finanzintermediäre zementiert hat.
- In den USA und in Großbritannien sind die Forderungen der Wirtschaftssubjekte gegen die Finanzintermediäre engere Geldsubstitute zu Bankdepositen als in der Bundesrepublik Deutschland. Einerseits gibt es bei deutschen Finanzintermediären keine Depositen, die die Zahlungsmittelfunktion des Geldes erfüllen können, wie z.B. die NOW-Konten in den USA. Andererseits kann auch über die Spardepositen der Finanzintermediäre in den USA schneller verfügt werden.
- Die geldpolitische Konzeption der Deutschen Bundesbank läßt sich unter Berücksichtigung der Finanzintermediäre auf die

Theorie von Claus Köhler zurückführen. Die "neue" Geldpolitik hat hieran seit 1975 nichts geändert.

- Da die Bausparkassen, aber auch die Versicherungen, aggregative Effekte erzeugen, wäre es geldpolitisch vertretbar, die Reformdiskussion der Jahre 1972/73 wieder aufzunehmen und diesen Finanzinstituten z.B. eine Mindestreservenhaltung bzgl. der Aktiva und/oder der Passiva vorzuschreiben. Auch an eine Begrenzung des Kreditvolumens wäre zu denken.

Ausblick

Die Diskussion über die Bedeutung der Finanzintermediäre für die Transmissionsprozesse der Geldpolitik wurde in den USA und in Großbritannien initiiert und hält bis heute an. Die geradezu stiefmütterliche Behandlung dieses Komplexes im deutschen Schrifttum ist umso erstaunlicher, als in der vorliegenden Arbeit gezeigt werden konnte, daß Bausparkassen und Versicherungen in der Bundesrepublik Deutschland eine Geldpolitik, die sich am Zins und/oder der Geldmenge orientiert, konterkarieren können. In den USA (Ausnahme: LIC) und in Großbritannien haben die Finanzintermediäre keine aggregativen Effekte erzeugt.

Das Hauptproblem für eine effiziente Geldpolitik in den USA ist nicht die Beeinträchtigung durch die Finanzintermediäre, sondern vielmehr die ineffiziente selektive Kreditpolitik, die mit ihren unterschiedlichen Regulierungen für Banken und Finanzintermediäre auf Bundesebene und in den Einzelstaaten der USA für allerlei Verwirrung gesorgt hat.

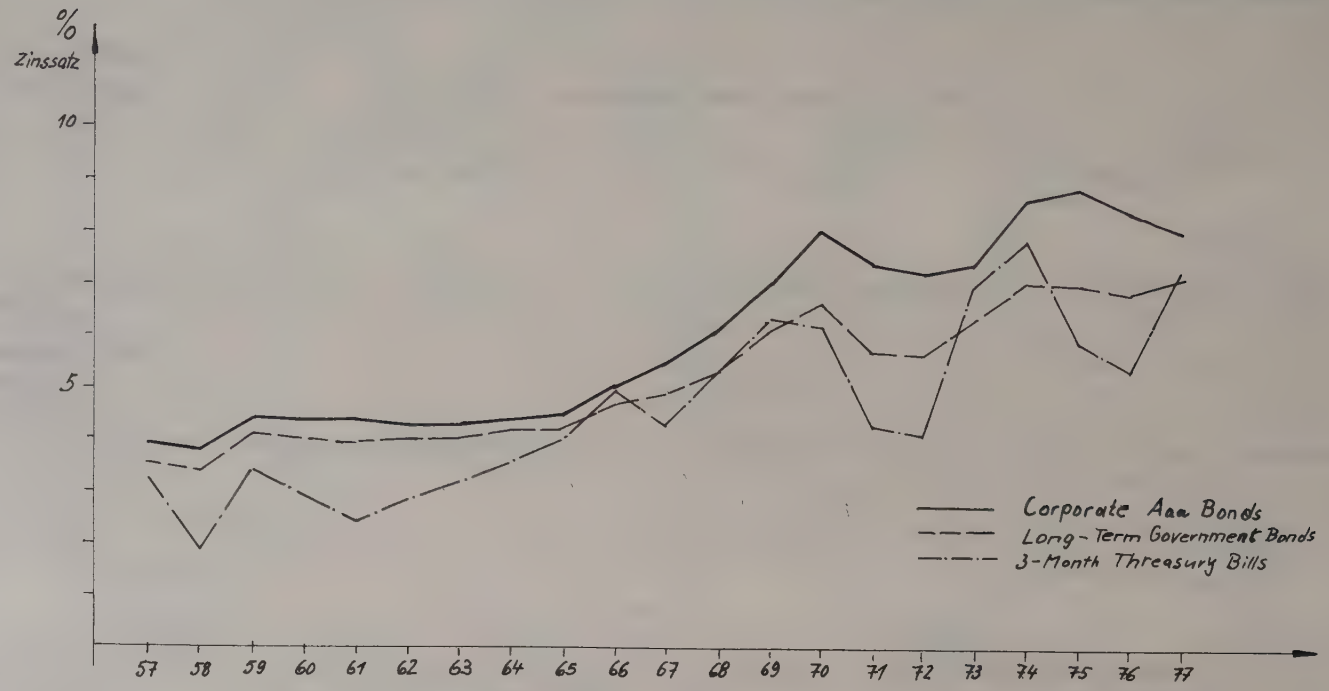
Anstatt diese Regulierungen abzuschaffen oder zu einer einheitlichen Kontrolle aller Finanzinstitute zu gelangen, kam es zu einem "Schneeballeffekt", d.h. eine Regulierung wurde durch eine andere ergänzt, da die Finanzinstitute versuchten vor allen Dingen den Zinshöchstvorschriften für Einlagen auszuweichen. Eine wahre Flut von Vorschriften und Regulierungen für Finanzinstitute waren die Konsequenz.

Erst 1980 scheint sich bei der Notenbank in den USA ein Sinneswandel vollzogen zu haben. Bis 1986 soll die selektive Kreditpolitik abgeschafft werden. Die Geschichte der Reg. Q und deren Folgeregulierungen für die Finanzintermediäre sind ein gutes Beispiel dafür, wie eine Notenbank anhand von direkten Preisvorschriften eine optimale Allokation finanzieller Mittel verhindern kann.

Der Streit zwischen Keynesianern und Monetaristen über eine adäquate Geldpolitik ist insoweit äußerst fruchtbar gewesen, als es ein wesentlicher Verdienst der Monetaristen ist, auf die Ineffizienz einer selektiven Kreditpolitik hinzuweisen. Die Entwicklungen in den USA scheinen ihnen Recht zu geben.

ANHANG

Abbildung 9: Zur Zinsstruktur in den USA 1957 - 1977 (in Prozent, Jahresdurchschnittswerte)



Quelle: Nach Daten aus Board of Governors = Bulletin =.

Abbildung 10: Depositenwachstum bei Banken und Finanzintermediären (USA) 1950 - 1978 (Jahresendwerte, in Prozent) und Commercial Paper Rate (in Prozent; Quellenangabe: siehe Tab. 8)

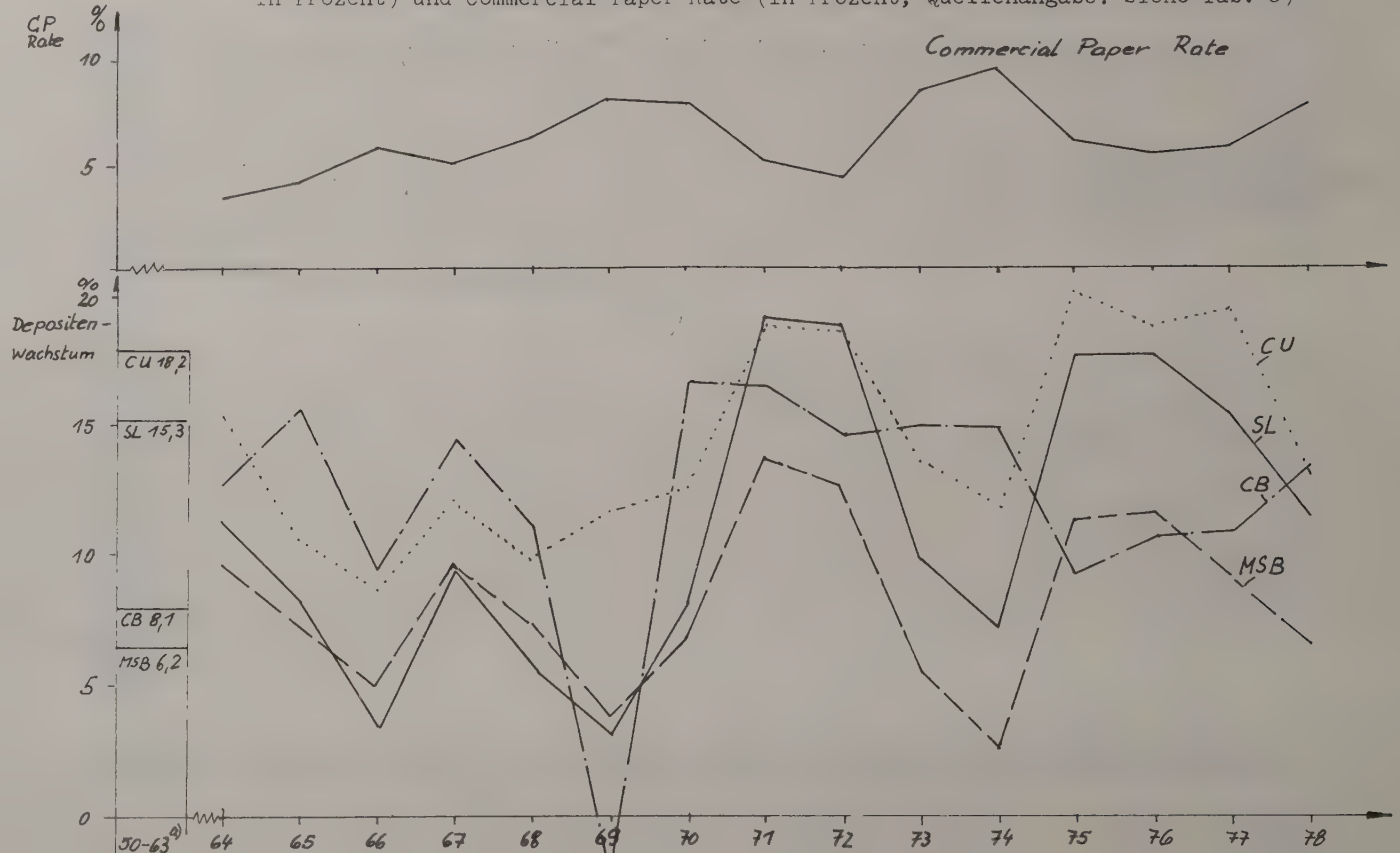


Abbildung 11: Ersparnisbildung privater Haushalte bei Banken und Finanzintermediären (USA) 1950 - 1978 (Jahresendwerte in Prozent) und Commercial Paper Rate (in Prozent; Quellenangabe: siehe Tab. 9)

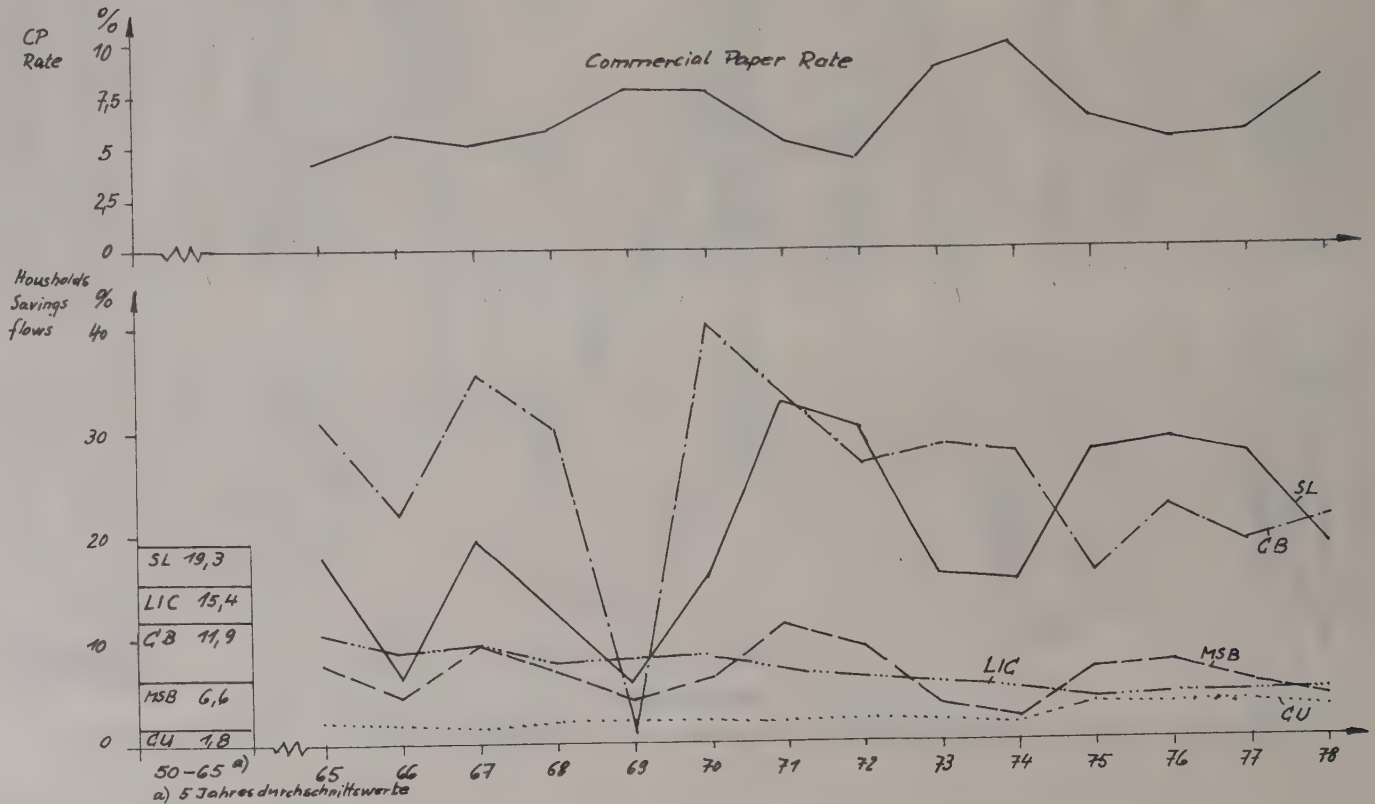


Abbildung 12: Wachstum der Hypothekenkredite von Banken und Finanzintermediären (USA) 1953 - 1978 (Jahresendwerte in Prozent), Quellenangabe: siehe Tab. 11

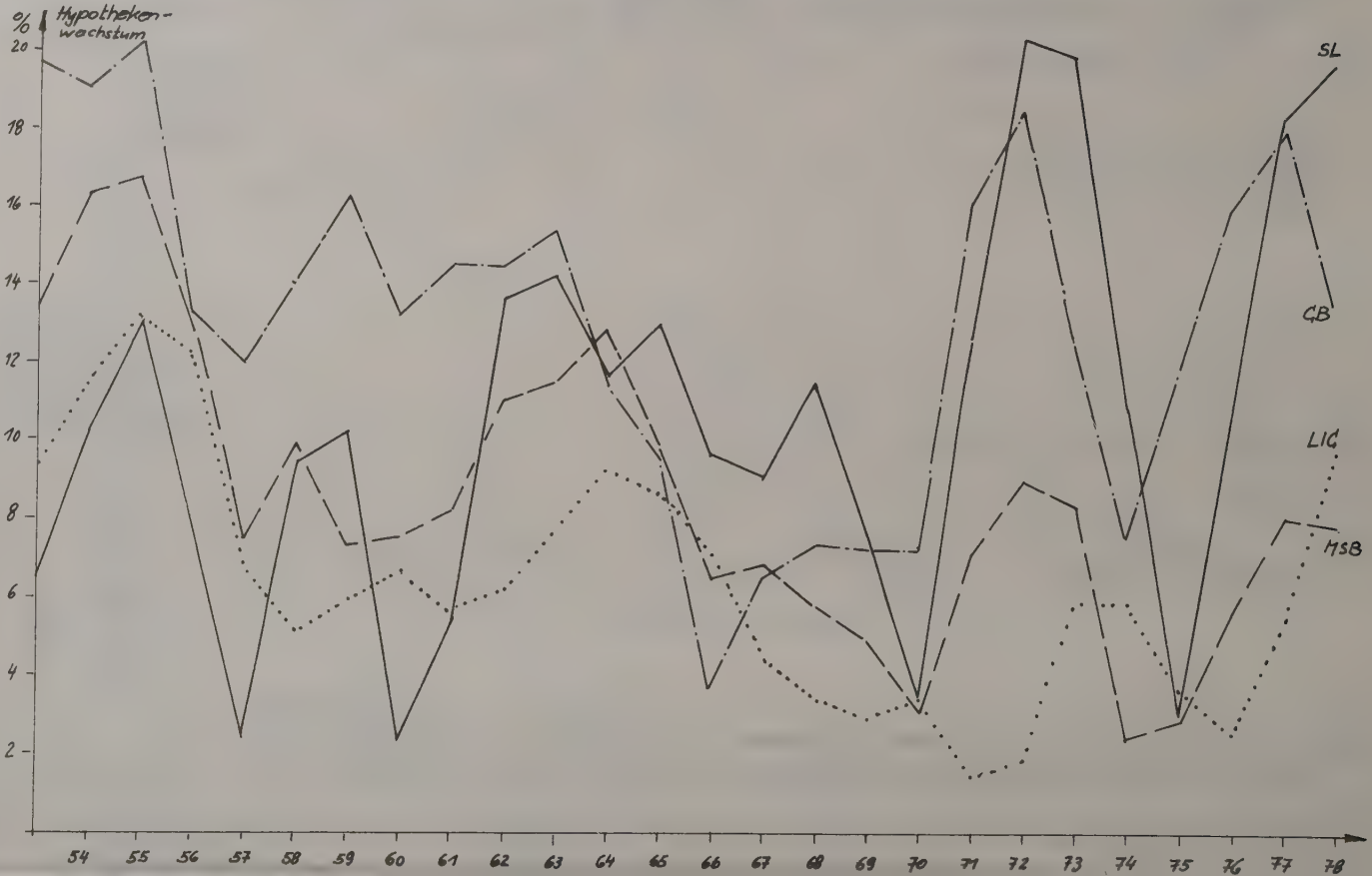
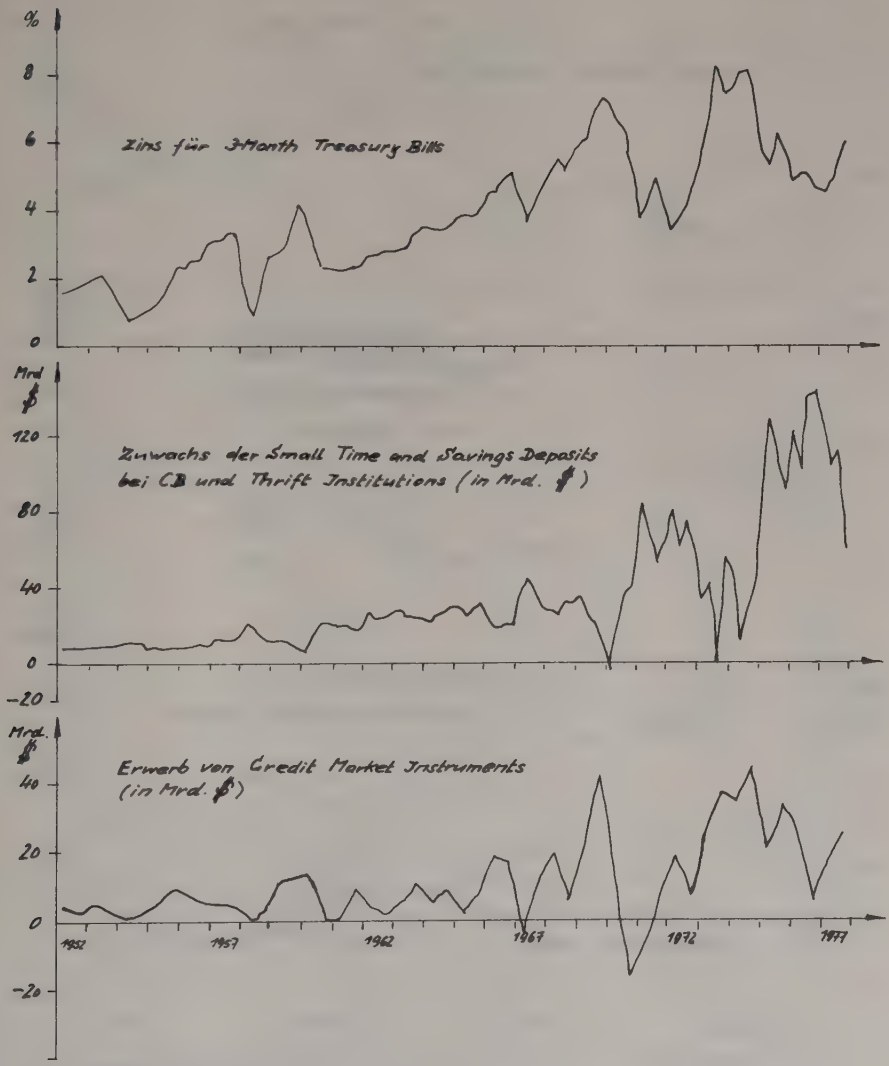
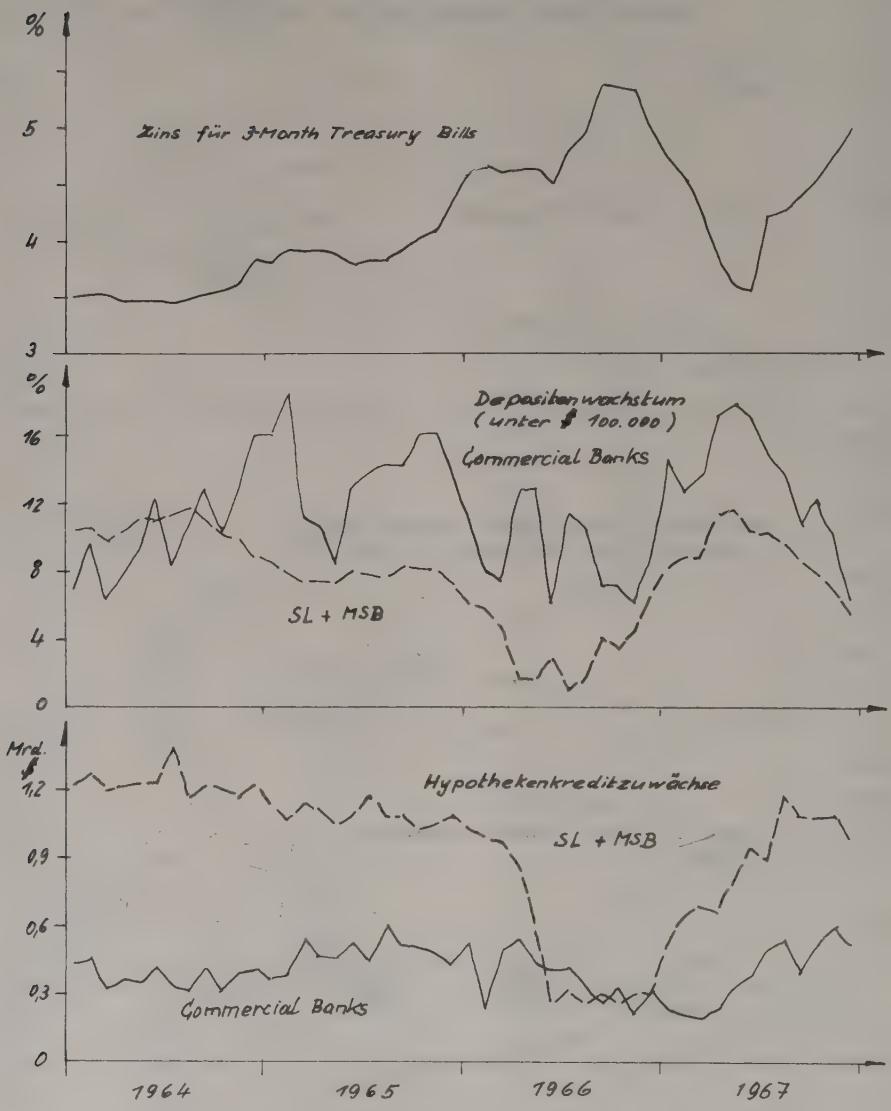


Abbildung 13: Treasury Bill Rate, Depositenwachstum bei CB u. SL/MSB und der Erwerb von Credit Market Instruments durch private Haushalte 1952 - 1977 (durchschnittliche Quartalswerte in Prozent bzw. Mrd.$)



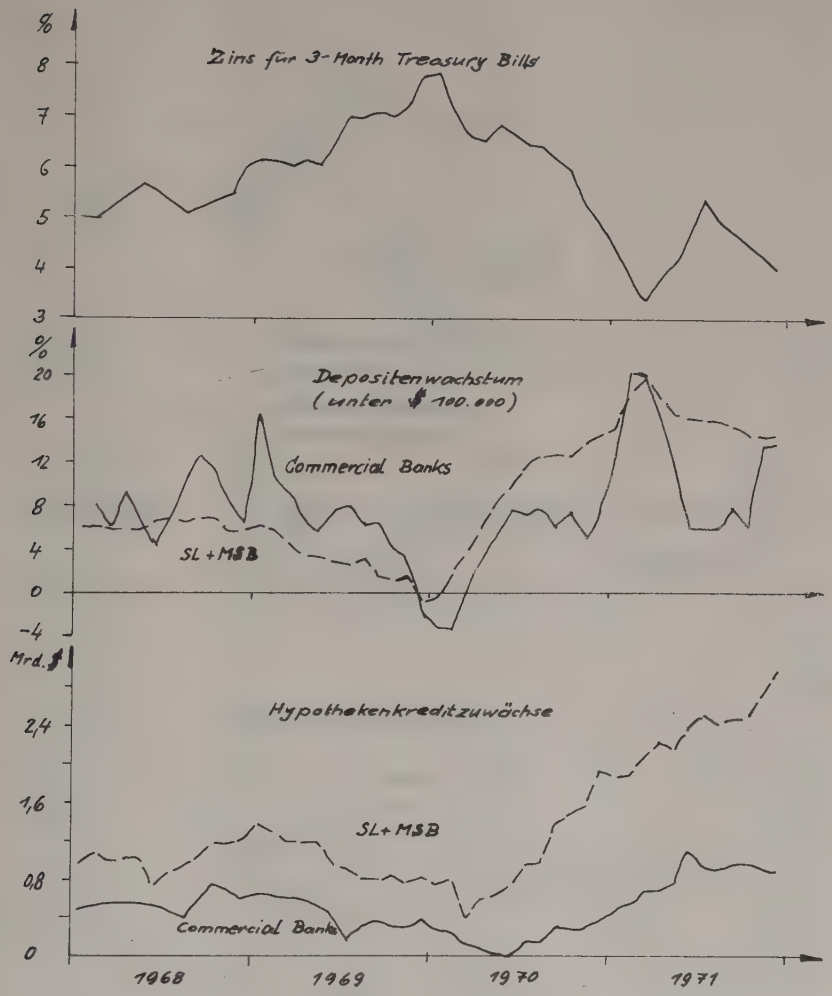
Quelle: Nach Daten des Board of Governors = Flow =.

Abbildung 14: Financial Disintermediation in 1966 (USA)
(Monatsendwerte in Prozent bzw. Mrd. $)



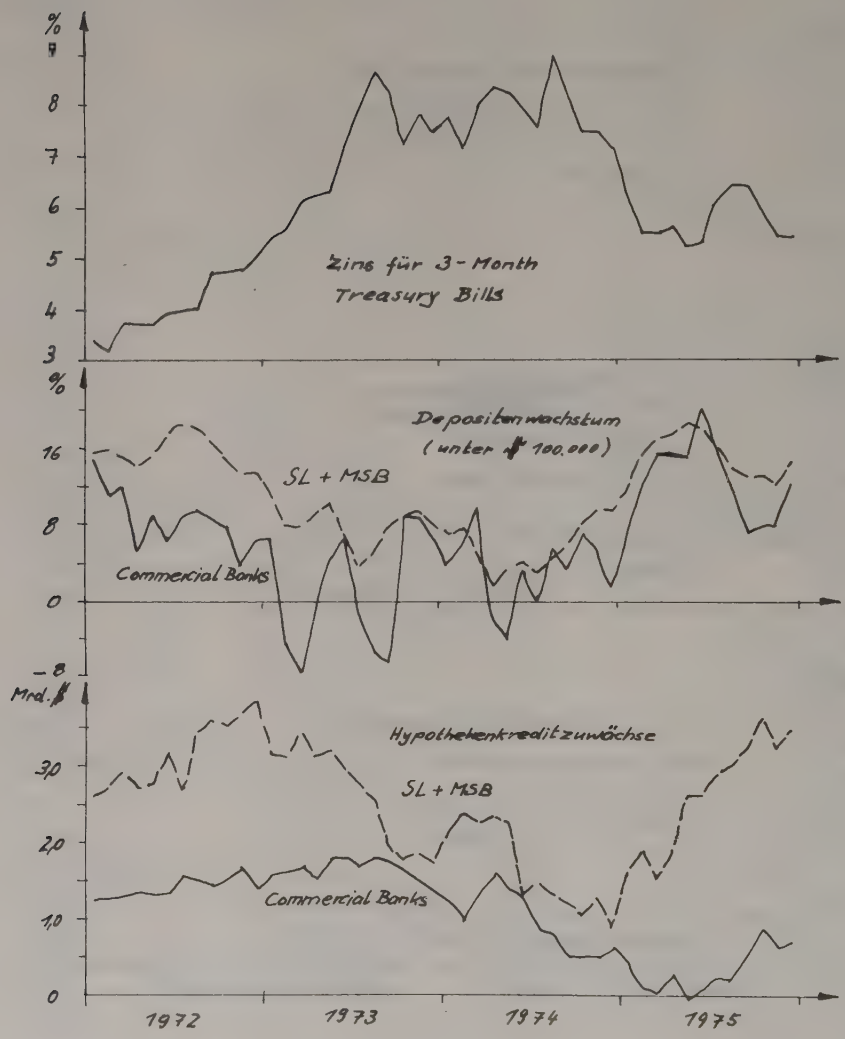
Quelle: Nach Daten von McKelvey,E.F. = Disintermediation = (BoG-Studie).

Abbildung 15: Financial Disintermediation in 1969/70 (USA)
(Monatsendwerte in Prozent bzw. Mrd. $)



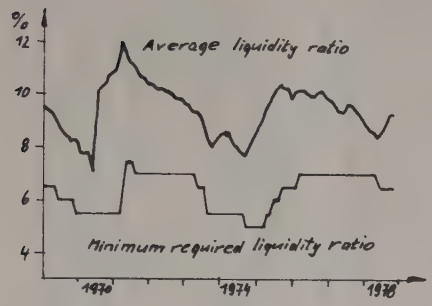
Quelle: Nach Daten von McKelvey,E.F. = Disintermediation = (BoG-Studie).

Abbildung 16: Financial Disintermediation in 1973/74 (USA)
(Monatsendwerte in Prozent bzw. Mrd. $)



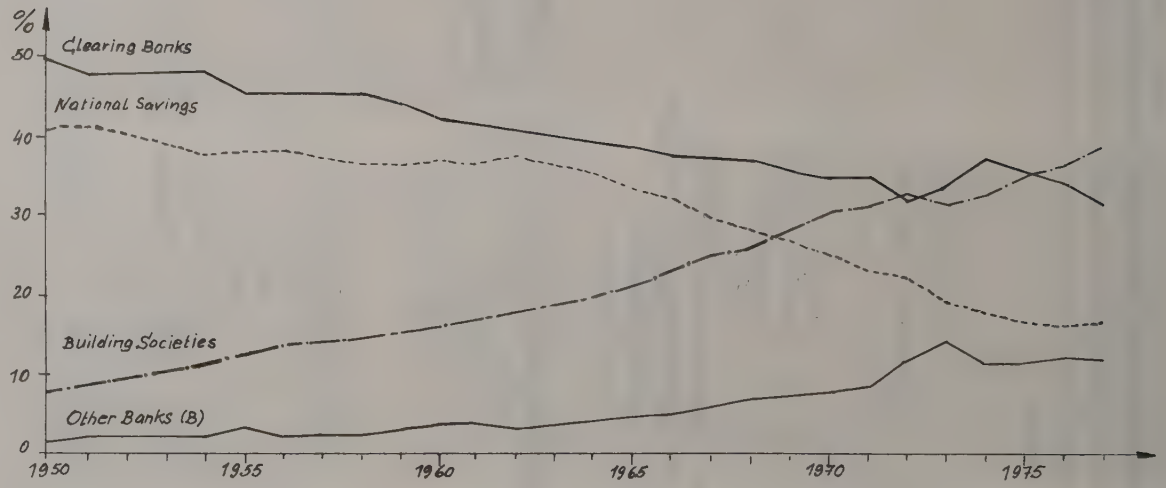
Quelle: Nach Daten von McKelvey,E.F. = Disintermediation = (BoG-Studie).

Abbildung 17: Liquidity Ratio (Anteil der Kassen- und anderen Beständen liquider Aktiva an den Depositen) der FSLIC-versicherten Savings and Loan Associations 1969 - 1978 (durchschnittliche Monatsendwerte in Prozent)



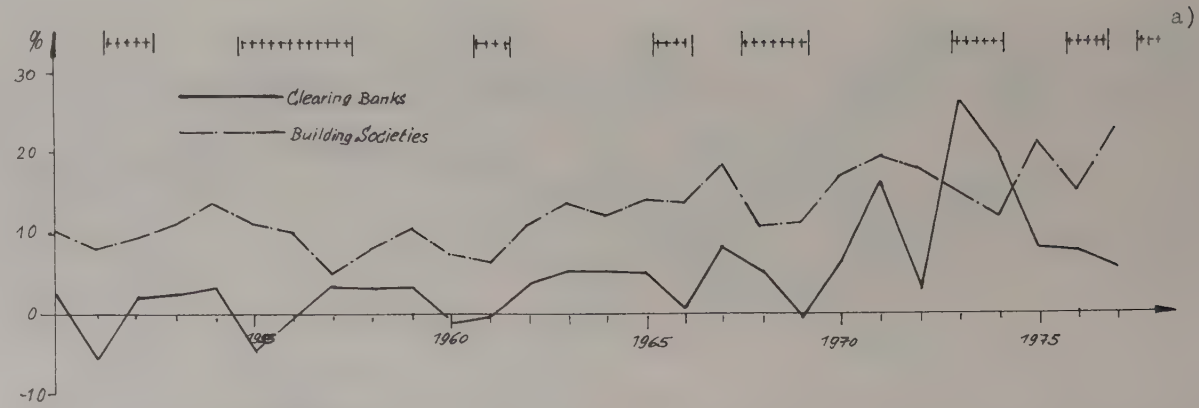
Quelle: Nach Daten des Board of Governors = Bulletin =.

Abbildung 18: Depositenmarktanteile der Finanzinstitute in Großbritannien 1950 - 1977 (in Prozent, Jahresendwerte)



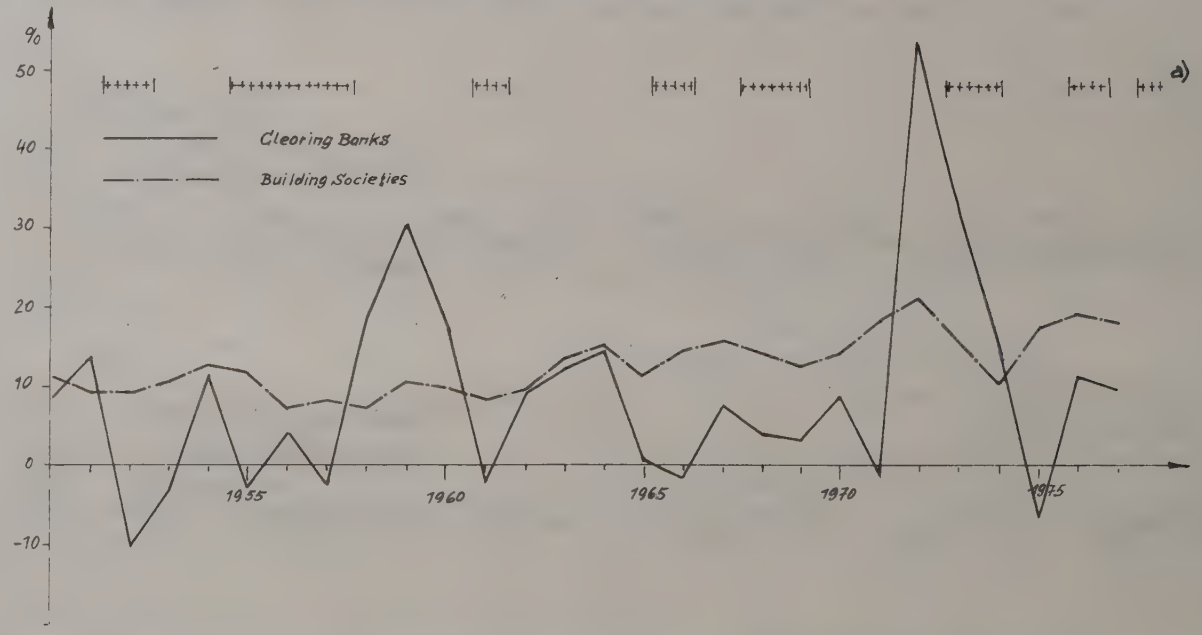
Quelle: Siehe Angaben in Tab. 17.

Abbildung 19: Depositenwachstum bei Clearing Banks und Building Societies 1950 - 1977 und restriktive Geldpolitik[a] (in Prozent, Jahresendwerte)



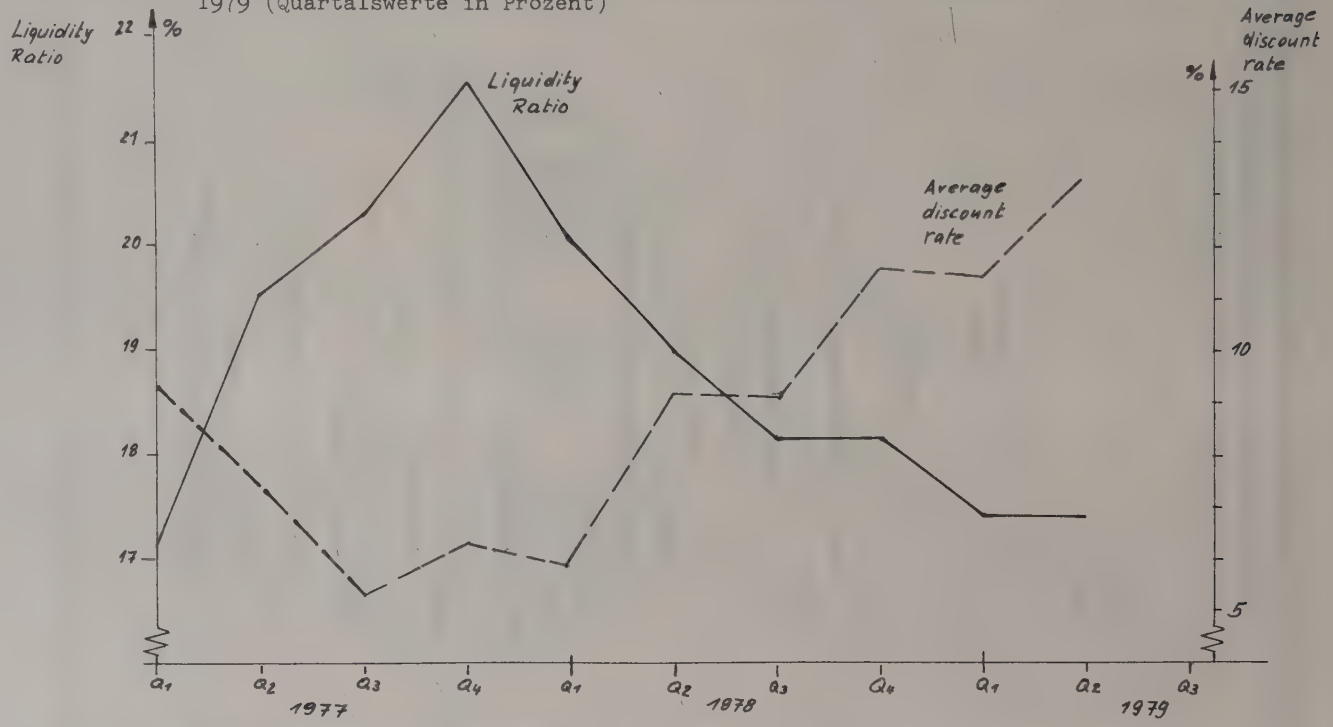
a) Phasen steigender kurzfristiger Zinssätze und/oder Kreditplafondierung für Banken.
Quelle: Nach Daten des Central Statistical Office = Statistics =.

Abbildung 20: Hypothekenkreditzuwächse bei Clearing Banks und Building Societies 1950 - 1977 und restriktive Geldpolitik[a)] (in Prozent, Jahresendwerte)



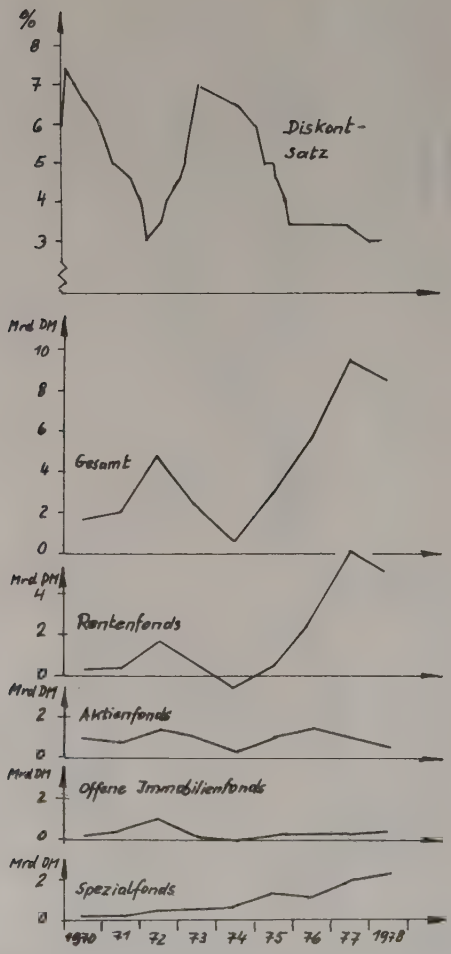
a) Phasen steigender kurzfristiger Zinssätze und/oder Kreditplafondierung für Banken.
Quelle: Nach Daten des Central Statistical Office = Statistics =.

Abbildung 21: Liquidity Ratio[a)] für Building Societies und der durchschnittliche Diskontsatz 1977 - 1979 (Quartalswerte in Prozent)



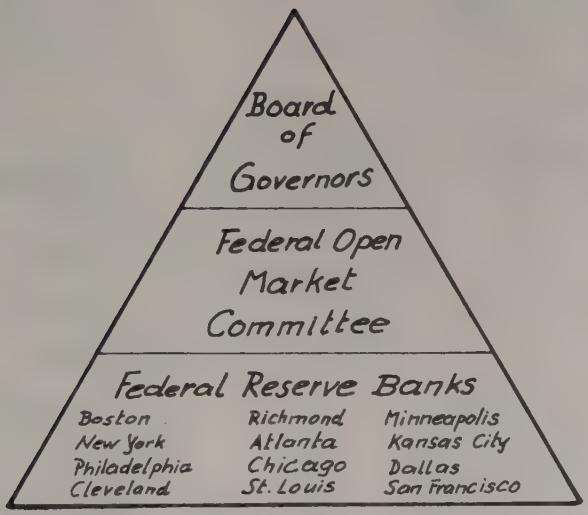
a) Anteil von Kasse und anderen liquiden Aktiva an den Depositen
Quelle: Nach The Building Societies Association = Oct. 1979 = 8.

Abbildung 22: Mittelzufluß bei Kapitalanlagegesellschaften und der Diskontsatz 1970 - 1978 (in Mrd.DM , Jahresdurchschnittswerte bzw. in Prozent)

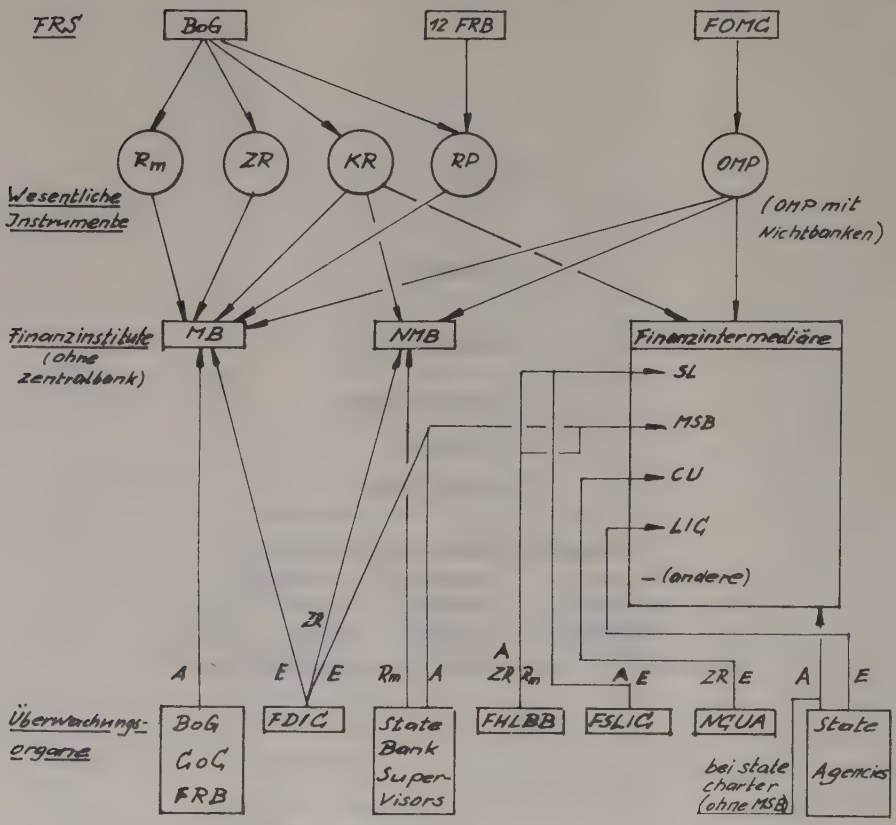


Quelle: Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Aug. 1979 = 14.

Übersicht 1: Organisationspyramide des Federal Reserve Systems



Übersicht 2: Das duale System für Banken und Finanzintermediäre in den USA



R_m: Mindestreserveregulierungen; ZR: Zinsregulierungen; KR: Kreditregulierungen; RP: Refinanzierungspolitik; OMP: Offenmarktpolitik; A: Aufsicht; E: Einlagenversicherung.

Zu den anderen Abkürzungen siehe Abkürzungsverzeichnis.

Übersicht 3: Institutionelle Veränderungen bei den Finanzinstituten in den USA 1970 - 1977

DATE	COMMERCIAL BANKS	OTHER FINANCIAL INSTITUTIONS
September 1970		Savings and loan associations (S&Ls) are permitted to make preauthorized nonnegotiable transfers from savings accounts for household-related expenses.
June 1972		Massachusetts mutual savings banks (MSBs) begin to offer Negotiable Order of Withdrawal (NOW) accounts.
September 1972		New Hampshire MSBs begin to offer NOW accounts.
January 1974	All depository institutions in Massachusetts and New Hampshire (except credit unions) are authorized by Congressional actions to offer NOW accounts. This action limited interest-bearing negotiable deposits to these two states. Thus, interest-bearing negotiable transfer accounts at banks begin on an experimental basis.	
January 1974		Nebraska S&L begins Point-of-Sale (POS) electronic funds transfer system. First Federal S&L of Lincoln, Nebraska places an electronic terminal in a "Hinky Dinky Supermarket." The terminal allows customers of the S&L to pay for groceries, make deposits to, or withdrawals from their savings accounts.
April 1974	State of Washington enacts legislation which allows state-chartered commercial banks, MSBs, S&Ls to establish any number of automated facilities throughout the state, provided that those operating these facilities share the cost and operations of the terminals when asked to do so by the state authorities. Commercial banks are required to share facilities with other commercial banks and have the option of sharing them with thrift institutions. Thrifts are permitted, but not required to share facilities.	

Fortsetzung Übersicht 3

DATE	COMMERCIAL BANKS	OTHER FINANCIAL INSTITUTIONS
May 1974		Experimental 24-hour electronic facility opens on a shared basis by 15 Washington MSBs and S&Ls.
June 1974		New York state bank regulation permits MSB to offer noninterest bearing NOW accounts (NINOWs).
August 1974		Administrator of the National Credit Union Administration grants 3 Federal credit unions temporary authority to begin offering share drafts. These 3 credit unions were joined by 2 stade credit unions in a 6-month pilot program (launched October 1974.)
September 1974		Pennsylvania Attorney General rules MSB may legally offer a form of negotiable order of withdrawal account.
December 1974	Comptroller of the Currency's interpretive ruling permits national banks to operate Customer-Bank Communication Terminals (CBCTs).	Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) adopts a regulation which gives depositors traveling more than 50 miles from their homes access to their savings account balances through any other federally-insured S&L by means of a Travelers Convenience Withdrawal (wire or telephone access).
January 1975		California state-chartered S&L offers Variable Rate Mortgages (VRMs).
		Minnesota MSB introduces Pay-By-Phone service.
April 1975	Commercial banks are authorized to make transfers from a customer's savings account to a demand deposit account upon telephone order from the customer.	FHLBB adopts two regulations: 1). Authorizes Federal S&Ls to offer their customers bill-paying service from interest-bearing savings accounts. 2). Allows Federal S&L service corporations and companies to make consumer loans (limited to states which allow such activity and subject to state restrictions)
May 1975	CBCT operated exclusively by a national bank is subjected to a 50-mile geographical restriction unless	

Fortsetzung Übersicht 3

DATE	COMMERCIAL BANKS	OTHER FINANCIAL INSTITUTIONS
	CBCT is available to be shared with one or more deposit institutions. A national bank may use a CBCT established and operated by some other institution and may participate in a statewide EFTS system.	
June 1975		Oregon governor signs into law legislation which allows the state's only MSB to offer checking accounts.
June 31, 1975	U.S. District Court Judge Robinson rules CBCTs authorized for national banks by the Comptroller of the Currency are illegal and must be shut down. (About 72 CBCTs, owned by national banks, have been installed in various parts of the country under the interpretive ruling issued by Comptroller December 12, 1974.) Robinson's decision directly attacks the December 12, 1974 interpretation, calling the terminals branches, both as defined by the U.S. Supreme Court in its 1969 Plant City case and as construed by Congress when it passed the McFadden Act in 1928.	
September 1975	Commercial banks are authorized to make preauthorized nonnegotiable transfers from a customer's saving account for any purpose. Previously (since 1962), such transfers were limited to mortgage-	Massachusetts MSB introduces VRM program.

Fortsetzung Übersicht 3

DATE	COMMERCIAL BANKS	OTHER FINANCIAL INSTITUTIONS
	related payments.	
October 1975		State legislation permits state-chartered thrift institutions in Maine to offer personal checking accounts.
November 1975	Federal Reserve amends definition of savings deposits in Regulations D and Q to permit business savings accounts, up to $ 150,000, at member banks.	
December 1975		State legislation permits thrift institutions in Connecticut to offer personal checking accounts. While the authority to offer share drafts was still officially temporary, additional credit unions begin to offer share draft accounts following the end of the 6-month pilot program initiated in Fall 1974. As of the year end, 222 credit unions (roughly 1 percent) in 44 states have been approved to offer share drafts to their shareholders.
January 1976		Federal Reserve System adopts a policy for automated check clearing systems (ACHs) to offer their services on a non-discriminatory basis to all types of financial institutions. Illinois S&Ls begin offering noninterest bearing NOW accounts
February 1976		Congress authorizes all depository institutions in New England to offer interest-paying NOW accounts (effective March 1, 1976).
May 1976	U.S. Court of Appeals for the District of Columbia upholds earlier ruling by the U.S.	New York governor signs legislation permitting checking accounts, including over-draft privileges, at state-chartered MSBs and S&Ls.

Fortsetzung Übersicht 3

DATE	COMMERCIAL BANKS	OTHER FINANCIAL INSTITUTIONS
	District Court for the District of Columbia that national banks' CBCTs are branches under the McFadden Act.	
October 4, 1976	U.S. Supreme Court lets stand ruling that CBCTs are bank branches.	
February 14, 1977	Iowa statewide electronic banking system begins operating and represents the nation's first shared statewide network, encompassing a broad range of large and small banks in Iowa. (At last count, the system had 33 participating banks; 92 merchant terminals operate through a switch or central computer).	
April 1977		All but 15 of the nation's 470 MSBs have either NOW accounts, traditional checking accounts, or a combination of the two. Legislation enacted to expand credit union lending authority, including authority to make 30-year mortgage loans.

Quelle: Lovati, J.M. = Similarity = 6f.

Übersicht 4: Vergleich alter und neuer Geldmengendefinitionen (M_1, M_{1A}, M_{1B}) in den USA

Component	Old M1	New M1A	New M1B
Currency in circulation	X	X	X
At commercial banks:			
Demand deposits *inclusive* of deposits due to foreign commercial banks and official institutions	X		
Demand deposits *exclusive* of deposits due to foreign commercial banks and official institutions		X	X
NOW accounts			X
ATS accounts			X
At thrift institutions:			
Demand deposits			X
NOW accounts			X
ATS accounts			X
Credit union share draft balances			X

Quelle: Hafer, R.W. = New = 25.

Übersicht 5: Vergleich alter und neuer Geldmengendefinitionen (ohne M_1) in den USA

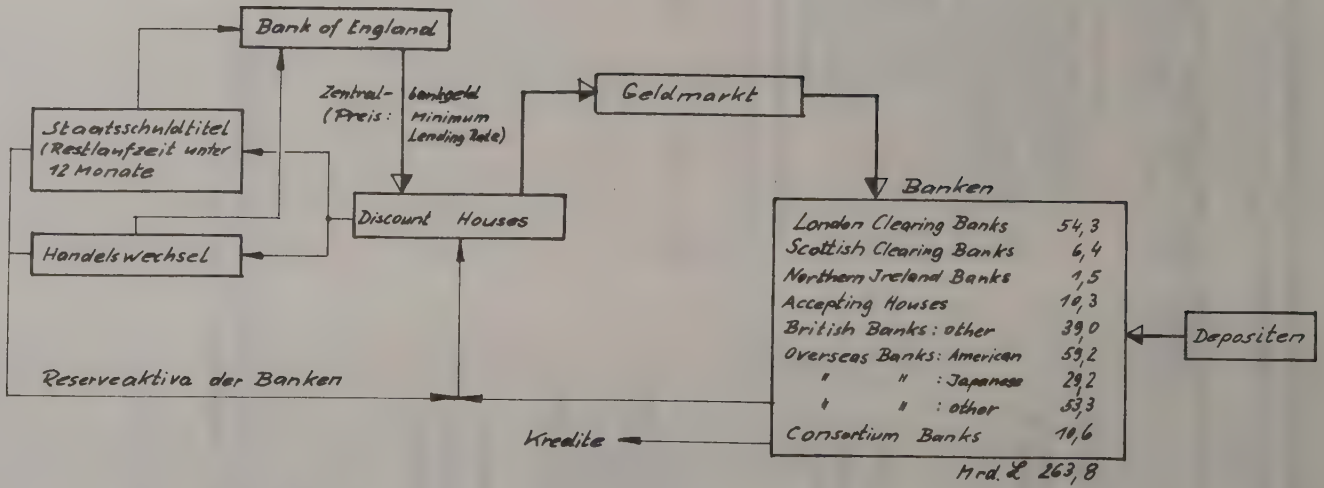
Component	Old M2	New M2	Old M3	New M3	Old M4	Old M5	L
Currency	X	X	X	X	X	X	X
At commercial banks:							
Demand deposits *inclusive* of deposits due to foreign commercial banks and official institutions	X		X		X	X	
Demand deposits *exclusive* of deposits due to foreign commercial banks and official institutions		X		X			X
NOW accounts[1]		X		X			X
ATS accounts[1]		X		X			X
Overnight RPs		X		X			X
Savings deposits	X	X	X	X	X	X	X
Small time deposits (< $100,000)	X	X	X	X	X	X	X
Large time deposits							
Other than large negotiable CDs	X		X	X	X	X	X
Including large negotiable CDs				X	X	X	X
Term RPs				X			X
At thrift institutions:							
Demand deposits		X		X			X
NOW accounts[1]		X		X			X
ATS accounts[1]		X		X			X
Credit union share draft balances		X	X	X		X	X
Savings deposits (Mutual savings banks and savings and loan associations)		X	X	X		X	X
Small time deposits (< $100,000)		X	X	X		X	X
Large time deposits (> $100,000)			X	X		X	X
Term RPs (Commercial banks and savings and loan associations)				X			X
Other:							
Overnight Eurodollar deposits of U.S. nonbank residents[2]		X		X			X
Money market mutual funds shares		X		X			X
Term Eurodollars held by U.S. nonbank residents							X
Bankers acceptances							X
Commercial paper							X
U.S. savings bonds							X
Liquid Treasury securities							X
M2 consolidation component		X		X			X

[1]These accounts were included previously in the savings deposit component of the definitions.

[2]Overnight Eurodollars issued by Caribbean branches of member banks.

Quelle: Hafer, R.W. = New = 27.

Übersicht 6: Instrumentelle Struktur der Geldpolitik in Großbritannien



Quelle: Vom Verfasser ergänzt nach Lipp, E.-M. = Bedeutung = 367.

Tabelle 1: Bilanz der Commercial Banks Ende Sept. 1978(in Mio $)

Asset account	Insured commercial banks	Member banks[1]					Non-member banks[1]
		Total	Large banks			All other	
			New York City	City of Chicago	Other large		
1 Cash bank balances, items in process	158,380	134,955	43,758	5,298	47,914	37,986	23,482
2 Currency and coin	12,135	8,866	867	180	2,918	4,901	3,268
3 Reserves with Federal Reserve Banks	28,043	28,041	3,621	1,152	12,200	11,067	3
4 Demand balances with banks in United States	41,104	25,982	12,821	543	3,672	8,945	15,177
5 Other balances with banks in United States	4,648	2,582	601	15	648	1,319	2,066
6 Balances with banks in foreign countries	3,295	2,832	331	288	1,507	705	463
7 Cash items in process of collection	69,156	66,652	25,516	3,119	26,969	11,049	2,504
8 Total securities held—Book value	262,199	179,877	20,808	7,918	58,271	92,881	82,336
9 U.S. Treasury	95,068	65,764	9,524	2,690	22,051	31,499	29,315
10 Other U.S. government agencies	40,078	25,457	1,828	1,284	7,730	14,616	14,622
11 States and political subdivisions	121,260	85,125	9,166	3,705	27,423	44,831	36,136
12 All other securities	5,698	3,465	291	240	1,048	1,887	2,234
13 Unclassified total	94	66	.....	.....	19	47	28
14 Trading-account securities	6,833	6,681	3,238	708	2,446	290	151
15 U.S. Treasury	4,125	4,103	2,407	408	1,210	78	23
16 Other U.S. government agencies	825	816	401	82	278	55	9
17 States and political subdivisions	1,395	1,381	363	117	794	107	14
18 All other trading account securities	394	316	67	101	145	3	78
19 Unclassified	94	66	.....	.....	19	47	28
20 Bank investment portfolios	255,366	173,196	17,570	7,210	55,825	92,591	82,185
21 U.S. Treasury	90,943	61,661	7,117	2,282	20,840	31,422	29,293
22 Other U.S. government agencies	39,253	24,641	1,426	1,201	7,452	14,561	14,613
23 States and political subdivisions	119,865	83,745	8,803	3,588	26,629	44,724	36,123
24 All other portfolio securities	5,305	3,149	224	138	903	1,884	2,156
25 Federal Reserve stock and corporate stock	1,656	1,403	311	111	507	475	253
26 Federal funds sold and securities resale agreement	41,258	31,999	3,290	1,784	16,498	10,427	9,365
27 Commercial banks	34,256	25,272	1,987	1,294	12,274	9,717	9,090
28 Brokers and dealers	4,259	4,119	821	396	2,361	541	140
29 Others	2,743	2,608	482	94	1,863	169	135
30 Other loans, gross	675,915	500,802	79,996	26,172	190,565	204,069	175,113
31 Less: Unearned income on loans	17,019	11,355	675	107	3,765	6,809	5,664
32 Reserves for loan loss	7,431	5,894	1,347	341	2,256	1,949	1,537
33 Other loans, net	651,465	483,553	77,974	25,724	184,544	195,311	167,912
Other loans, gross, by category							
34 Real estate loans	203,386	138,730	10,241	2,938	52,687	72,863	64,656
35 Construction and land development	25,621	19,100	2,598	685	9,236	6,581	6,521
36 Secured by farmland	8,418	3,655	23	34	453	3,146	4,763
37 Secured by residential properties	117,176	81,370	5,362	1,559	31,212	43,236	35,806
38 1- to 4-family residences	111,674	77,422	4,617	1,460	29,774	41,570	34,252
39 FHA-insured or VA-guaranteed	7,503	6,500	508	44	3,446	2,502	1,003
40 Conventional	104,171	70,922	4,109	1,417	26,328	39,068	33,249
41 Multifamily residences	5,502	3,948	746	99	1,438	1,665	1,554
42 FHA-insured	399	340	132	27	88	92	59
43 Conventional	5,103	3,609	613	72	1,350	1,573	1,495
44 Secured by other properties	52,171	34,605	2,258	660	11,786	19,901	17,566
45 Loans to financial institutions	37,072	34,843	12,434	4,342	15,137	2,930	2,228
46 REITs and mortgage companies	8,574	8,162	2,066	801	4,616	680	412
47 Domestic commercial banks	3,362	2,618	966	165	1,206	281	744
48 Banks in foreign countries	7,359	7,187	3,464	268	2,820	635	171
49 Other depositary institutions	1,579	1,411	290	76	785	261	167
50 Other financial institutions	16,198	15,465	5,649	3,033	5,710	1,073	733
51 Loans to security brokers and dealers	11,042	10,834	6,465	1,324	2,846	199	207
52 Other loans to purchase or carry securities	4,280	3,532	410	276	1,860	985	747
53 Loans to farmers except real estate	28,054	15,296	168	150	3,781	11,196	12,758
54 Commercial and industrial loans	213,123	171,815	39,633	13,290	67,833	51,059	41,309
55 Loans to individuals	161,599	110,974	7,100	2,562	40,320	60,993	50,624
56 Installment loans	131,571	90,568	5,405	1,711	33,640	49,811	41,003
57 Passenger automobiles	58,908	37,494	1,077	209	11,626	24,582	21,414
58 Residential repair and modernization	8,526	5,543	91	60	2,088	3,064	2,983
59 Credit cards and related plans	21,938	19,333	2,268	1,267	9,736	6,062	2,605
60 Charge-account credit cards	17,900	16,037	1,573	1,219	8,192	5,053	1,863
61 Check and revolving credit plans	4,038	3,296	695	47	1,545	1,009	742
62 Other retail consumer goods	19,689	13,296	427	57	5,242	7,570	6,393
63 Mobile homes	9,642	6,667	179	19	2,563	3,905	2,976
64 Other	10,047	6,629	249	38	2,678	3,664	3,417
65 Other installment loans	22,510	14,902	1,302	119	4,948	8,533	7,608
66 Single-payment loans to individuals	30,027	20,406	1,694	851	6,680	11,182	9,621
67 All other loans	17,360	14,778	3,545	1,290	6,100	3,844	2,582
68 Total loans and securities, net	956,579	696,833	102,383	35,536	259,820	299,094	259,867
69 Direct lease financing	6,717	6,212	1,145	96	3,931	1,041	505
70 Fixed assets—Buildings, furniture, real estate	22,448	16,529	2,332	795	6,268	7,133	5,926
71 Investment in unconsolidated subsidiaries	3,255	3,209	1,642	188	1,282	96	46
72 Customer acceptances outstanding	16,557	16,036	8,315	1,258	6,054	409	521
73 Other assets	34,559	30,408	11,323	1,000	12,810	5,275	4,249
74 Total assets	1,198,495	904,182	170,899	44,170	338,079	351,034	294,595

Fortsetzung Tabelle 1:

Liability or capital account	Insured commercial banks	Member banks[1]				Non-member banks[1]
		Total	Large banks		All other	
			New York City	City of Chicago	Other large	
75 Demand deposits	369,030	282,450	66,035	10,690	100,737	104,988	86,591
76 Mutual savings banks	1,282	1,089	527	1	256	305	194
77 Other individuals, partnerships, and corporations	279,651	205,591	31,422	7,864	79,429	86,876	74,061
78 U.S. government	7,942	5,720	569	188	1,987	2,977	2,222
79 States and political subdivisions	17,122	11,577	764	252	3,446	7,116	5,545
80 Foreign governments, central banks, etc.	1,805	1,728	1,436	19	211	62	77
81 Commercial banks in United States	39,596	38,213	21,414	1,807	10,803	4,189	1,393
82 Banks in foreign countries	7,379	7,217	5,461	207	1,251	298	162
83 Certified and officers' checks, etc.	14,253	11,315	4,443	352	3,354	3,166	2,937
84 Time deposits	368,562	266,496	38,086	15,954	98,525	113,931	102,066
85 Accumulated for personal loan payments	79	66	0	0	1	63	13
86 Mutual savings banks	399	392	177	40	148	27	7
87 Other individuals, partnerships, and corporations	292,120	210,439	29,209	12,074	76,333	92,824	81,680
88 U.S. government	864	689	61	40	356	232	175
89 States and political subdivisions	59,087	40,010	1,952	1,554	16,483	20,020	19,077
90 Foreign governments, central banks, etc.	6,672	6,450	3,780	1,145	1,401	124	222
91 Commercial banks in United States	7,961	7,289	2,077	999	3,585	629	672
92 Banks in foreign countries	1,381	1,161	829	103	219	9	220
93 Savings deposits	223,326	152,249	10,632	2,604	54,825	84,188	71,077
94 Individuals and nonprofit organizations	207,701	141,803	9,878	2,448	51,161	78,316	63,897
95 Corporations and other profit organizations	11,216	7,672	519	148	3,195	3,809	3,544
96 U.S. government	82	65	2	3	24	33	17
97 States and political subdivisions	4,298	2,682	215	4	437	2,025	1,616
98 All other	30	27	18	*	8	2	3
99 **Total deposits**	**960,918**	**701,195**	**114,753**	**29,248**	**254,087**	**303,107**	**259,733**
100 Federal funds purchased and securities sold under agreements to repurchase	91,981	85,582	21,149	8,777	41,799	13,857	6,398
101 Commercial banks	42,174	39,607	6,991	5,235	21,609	5,773	2,566
102 Brokers and dealers	12,787	11,849	2,130	1,616	6,381	1,722	939
103 Others	37,020	34,126	12,028	1,926	13,809	6,362	2,894
104 Other liabilities for borrowed money	8,738	8,352	3,631	306	3,191	1,225	386
105 Mortgage indebtedness	1,767	1,455	234	27	701	491	316
106 Bank acceptances outstanding	16,661	16,140	8,398	1,260	6,070	412	521
107 Other liabilities	27,124	23,883	8,600	1,525	9,020	4,477	3,494
108 **Total liabilities**	**1,107,188**	**836,607**	**157,026**	**41,144**	**314,868**	**323,569**	**270,849**
109 Subordinated notes and debentures	5,767	4,401	1,001	79	2,033	1,287	1,366
110 Equity capital	85,540	63,174	12,871	2,947	21,177	26,178	22,380
111 Preferred stock	88	36	0	0	5	31	52
112 Common stock	17,875	12,816	2,645	570	4,007	5,594	5,064
113 Surplus	32,341	23,127	4,541	1,404	8,148	9,034	9,217
114 Undivided profits	33,517	26,013	5,554	921	8,680	10,858	7,509
115 Other capital reserves	1,719	1,182	132	52	337	661	538
116 **Total liabilities and equity capital**	**1,198,495**	**904,182**	**170,899**	**44,170**	**338,079**	**351,034**	**294,595**
MEMO:							
117 Demand deposits adjusted[2]	252,337	171,864	18,537	5,576	60,978	86,774	80,472
Average for last 15 or 30 days							
118 Cash and due from bank	146,283	124,916	36,862	6,030	45,731	36,293	21,379
119 Federal funds sold and securities purchased under agreements to resell	43,873	33,682	4,272	1,887	16,007	11,517	10,307
120 Total loans	651,874	483,316	76,750	25,722	184,790	196,054	168,558
121 Time deposits of $100,000 or more	183,614	150,160	32,196	13,216	65,776	38,972	33,454
122 Total deposits	944,593	687,543	107,028	28,922	250,804	300,789	257,062
123 Federal funds purchased and securities sold under agreements to repurchase	92,685	86,635	22,896	9,473	40,541	13,725	6,053
124 Other liabilities for borrowed money	8,716	8,326	3,679	370	3,211	1,067	390
125 Standby letters of credit outstanding	18,820	17,658	10,063	1,477	4,820	1,297	1,162
126 Time deposits of $100,000 or more	186,837	152,553	32,654	13,486	66,684	39,728	34,284
127 Certificates of deposit	160,227	129,667	27,950	11,590	56,383	33,743	30,560
128 Other time deposits	26,610	22,886	4,704	1,896	10,301	5,985	3,724
129 Number of banks	14,390	5,593	12	9	153	5,419	8,810

1. Member banks exclude and nonmember banks include 13 noninsured trust companies that are members of the Federal Reserve System.
2. Demand deposits adjusted are demand deposits other than domestic commercial interbank and U.S. government, less cash items reported as in process of collection.

NOTE. Data include consolidated reports, including figures for all bank-premises subsidiaries and other significant majority-owned domestic subsidiaries. Securities are reported on a gross basis before deductions of valuation reserves. Back data in lesser detail were shown in previous issues of the BULLETIN.

Quelle: Board of Governors = Bulletin = Tab. A 18f.

Tabelle 2: Bilanzen der Thrift Institutions 1977 - 1979 (in Mio. $)

Account	1977	1978	1979									
			Feb.	Mar.	Apr.	May	June	July	Aug.	Sept.	Oct.	Nov.p
Savings and loan associations												
1 Assets	459,241	523,542	534,044	539,582	543,320	549,031	555,409	561,037	566,493	570,479	576,251	578,752
2 Mortgages	381,163	432,808	437,849	441,358	445,638	450,978	456,544	460,620	464,609	468,307	472,198	474,534
3 Cash and investment securities[1]	39,150	44,884	49,042	50,153	48,698	48,280	48,253	49,496	50,007	49,301	49,220	48,212
4 Other	38,928	45,850	47,153	48,071	48,984	49,773	50,612	50,721	51,877	52,871	54,833	56,006
5 Liabilities and net worth	459,241	523,542	534,044	539,582	543,320	549,031	555,409	561,037	566,493	570,479	576,251	578,752
6 Savings capital	386,800	430,953	438,564	446,898	445,751	447,788	454,642	456,657	457,856	462,626	464,489	465,550
7 Borrowed money	27,840	42,907	41,315	41,538	43,710	44,324	46,993	48,437	50,437	52,738	54,268	54,397
8 FHLBB	19,945	31,990	31,004	31,123	32,389	33,003	34,266	35,286	36,009	37,620	39,223	39,684
9 Other	7,895	10,917	10,311	10,415	11,321	11,321	12,727	13,151	14,428	15,118	15,045	14,713
10 Loan in process	9,911	10,721	10,271	10,321	10,690	11,118	11,260	11,309	11,047	10,909	10,766	10,186
11 Other	9,506	9,904	14,230	10,905	12,950	15,259	11,681	13,503	15,712	12,497	14,673	16,247
12 Net worth[2]	25,184	29,057	29,664	29,910	30,219	30,542	30,833	31,131	31,441	31,709	32,055	32,372
13 MEMO: Mortgage loan commitments outstanding[3]	19,875	18,911	19,037	21,082	22,915	23,560	22,770	22,360	22,282	22,397	20,930	17,831
Mutual savings banks[4]												
14 Assets	147,287	158,174	160,078	161,866	161,231	161,380	161,814	162,598	163,388	163,431	163,133	
Loans												
15 Mortgage	88,195	95,157	95,821	96,136	95,900	96,239	96,743	97,238	97,637	97,973	98,304	
16 Other	6,210	7,195	8,455	9,421	9,290	9,444	9,577	10,282	10,430	9,982	9,510	
Securities												
17 U.S. government[5]	5,895	4,959	4,801	4,814	8,193	8,148	8,029	7,992	7,921	7,891	7,750	
18 State and local government	2,828	3,333	3,167	3,126	3,326	3,264	3,175	3,154	3,149	3,130	3,100	
19 Corporate and other[6]	37,918	39,732	40,307	40,658	37,211	37,304	37,281	37,171	37,125	37,076	37,210	
20 Cash	2,401	3,665	3,306	3,410	3,072	2,785	2,764	2,540	2,866	3,020	2,909	
21 Other assets	3,839	4,131	4,222	4,300	4,239	4,198	4,245	4,220	4,260	4,339	4,351	
22 Liabilities	147,287	158,174	160,078	161,866	161,231	161,380	161,814	162,598	163,388	163,431	163,133	n.a.
23 Deposits	134,017	142,701	143,539	145,650	145,096	145,056	146,057	145,757	145,713	146,252	145,096	
24 Regular[7]	132,744	141,170	142,071	144,042	143,210	143,271	144,161	143,843	143,731	144,258	143,263	
25 Ordinary savings	78,005	71,816	68,817	68,829	67,758	67,577	68,104	67,337	66,733	65,676	62,672	
26 Time and other	54,739	69,354	73,254	75,213	75,452	75,694	76,057	76,306	76,998	78,572	80,591	
27 Other	1,272	1,531	1,468	1,608	1,886	1,784	1,896	1,914	1,982	2,003	1,834	
28 Other liabilities	3,292	4,565	5,485	5,048	5,050	5,172	4,545	5,578	6,350	5,790	6,600	
29 General reserve accounts	9,978	10,907	11,054	11,167	11,085	11,153	11,212	11,264	11,324	11,388	11,437	
30 MEMO: Mortgage loan commitments outstanding[8]	4,066	4,400	4,453	4,482	4,449	4,352	4,469	4,214	4,071	4,123	3,749	
Life insurance companies												
31 Assets	351,722	389,924	396,190	399,579	402,963	405,627	409,853	414,120	418,350	421,660		
Securities												
32 Government	19,553	20,009	20,222	20,463	20,510	20,381	20,397	20,468	20,472	20,379		
33 United States[9]	5,315	4,822	5,114	5,234	5,272	5,149	5,178	5,228	5,229	5,067		
34 State and local	6,051	6,402	6,255	6,259	6,268	6,272	6,241	6,243	6,258	6,295		
35 Foreign[10]	8,187	8,785	8,853	8,970	8,970	8,960	8,978	8,997	8,985	9,017		
36 Business	175,654	198,105	202,843	204,895	206,160	207,775	209,804	212,876	215,252	216,500	n.a.	n.a.
37 Bonds	141,891	162,587	167,548	168,622	169,817	171,762	173,130	175,854	176,920	177,698		
38 Stocks	33,763	35,518	35,295	36,273	36,343	36,013	36,674	37,022	38,332	38,802		
39 Mortgages	96,848	106,167	107,385	108,417	109,198	110,023	111,123	112,120	113,102	114,368		
40 Real estate	11,060	11,764	11,943	11,484	12,086	12,101	12,199	12,351	12,738	12,740		
41 Policy loans	27,556	30,146	30,778	31,160	31,512	31,832	32,131	32,390	32,713	33,046		
42 Other assets	21,051	23,733	23,019	23,160	23,497	23,515	24,199	23,915	24,073	24,637		
Credit unions												
43 Total assets/liabilities and capital	53,755	62,348	62,105	63,671	63,030	64,158	65,435	68,840	65,547	66,280	65,063	65,419
44 Federal	29,564	34,760	34,529	35,406	34,758	35,379	36,146	35,413	35,724	36,151	35,537	35,670
45 State	24,191	27,588	27,576	28,265	28,272	28,779	29,289	29,427	29,823	30,129	29,526	29,749
46 Loans outstanding	41,845	50,269	50,120	50,828	50,846	51,351	52,028	52,083	52,970	53,545	53,533	54,267
47 Federal	22,634	27,687	27,502	27,961	27,869	28,103	28,487	28,379	28,848	29,129	29,020	30,613
48 State	19,211	22,582	22,618	22,867	27,977	23,248	23,541	23,704	24,122	24,416	24,513	25,654
49 Savings	46,516	53,517	52,931	54,713	54,199	55,107	56,437	56,393	56,583	57,255	55,739	55,797
50 Federal (shares)	25,576	29,802	29,193	30,212	29,796	30,222	31,048	30,732	30,761	31,097	30,366	30,399
51 State (shares and deposits)	20,940	23,715	23,736	24,501	24,403	24,885	25,389	25,661	25,822	26,158	25,373	25,398

Fortsetzung Tabelle 2:

1. Holdings of stock of the Federal Home Loan Banks are included in "other assets."
2. Includes net undistributed income, which is accrued by most, but not all, associations.
3. Excludes figures for loans in process, which are shown as a liability.
4. The NAMSB reports that, effective April 1979, balance sheet data are not strictly comparable with previous months. Beginning April 1979, data are reported on a net-of-valuation-reserves basis. Prior to that date, data were reported on a gross-of-valuation-reserves basis.
5. Beginning April 1979, includes obligations of U.S. government agencies. Prior to that date, this item was included in "Corporate and other."
6. Includes securities of foreign governments and international organizations and, prior to April 1979, nonguaranteed issues of U.S. government agencies.
7. Excludes checking, club, and school accounts.
8. Commitments outstanding (including loans in process) of banks in New York State as reported to the Savings Banks Association of the State of New York.
9. Direct and guaranteed obligations. Excludes federal agency issues not guaranteed, which are shown in the table under "business" securities.
10. Issues of foreign governments and their subdivisions and bonds o. the International Bank for Reconstruction and Development.

NOTE. *Savings and loan associations:* Estimates by the FHLBB for all associations in the United States. Data are based on monthly reports of federally insured associations and annual reports of other associations. Even when revised, data for current and preceding year are subject to further revision.

Mutual savings banks: Estimates of National Association of Mutual Savings Banks for all savings banks in the United States.

Life insurance companies: Estimates of the American Council of Life Insurance for all life insurance companies in the United States. Annual figures are annual-statement asset values, with bonds carried on an amortized basis and stocks at year-end market value. Adjustments for interest due and accrued and for differences between market and book values are not made on each item separately but are included, in total, in "other assets."

Credit unions: Estimates by the National Credit Union Administration for a group of federal and state-chartered credit unions that account for about 30 percent of credit union assets. Figures are preliminary and revised annually to incorporate recent benchmark data.

Quelle: Board of Governors = Bulletin = Tab. A 29.

Tabelle 3: Aktiva und Passiva der Savings and Loan Associations Ende 1978 (in Mio. $, vorläufige Zahlenangaben)

Item	Amount (Millions)	Percentage of Total
ASSETS:		
Mortgage Loans Outstanding	$ 432.858	82.7%
Insured Mortgages and Mortgage-backed Securities	16.652	3.2%
Mobile Home Loans	2.220	0.4
Home Improvement Loans	3.990	0.8
Loans on Savings Accounts	3.854	0.7
Education Loans	691	0.1
Other Consumer Loans	964	0.2
Cash and Investments Eligible for Liquidity	38.628	7.4
Other Investments	6.227	1.2
Federal Home Loan Bank Stock	4.000	0.8
Investment in Service Corporations	1.880	0.4
Building and Equipment	6.740	1.3
Real Estate Owned	1.630	0.3
All Other Assets	3.315	0.6
Total Assets	$ 523.649	100.0%
LIABILITIES AND NET WORTH:		
Savings Deposits:		
Earning Regular Rate or Below	$ 137.574	26.3%
Earning in Excess of Regular Rate	293.435	56.0
Federal Home Loan Bank Advances	31.990	6.1
Other Borrowed Money	10.970	2.1
Loans in Process	10.737	2.1
All Other Liabilities	9.918	1.9
Net Worth	29.025	5.5
Total Liabilities and Net Worth	$ 523.649	100.0%

Quelle: United States League of Savings Associations = Fact Book 1979 = 80, Tab. 71.

Tabelle 4 : Bilanzstruktur der Mutual Savings Banks Ende 1977 (in Prozent)

item	Total
Assets	
Cash and due from banks	1.6
U.S. Government obligations	4.0
Federal agency obligations	2.3
State and local obligations	1.9
Mortgage investments	65.5
Mortgage loans	59.9
GNMA mortgage-backed	5.7
Corporate and other bonds	14.6
Corporate stock	3.2
Other loans	4.2
Guaranteed education loans	.5
Consumer installment loans	.7
Home improvement loans	.4
Federal funds	1.4
Passbook loans	.5
All other loans	.7
Bank premises owned	.9
Other real estate	.3
Other assets	1.4
Total assets	100.0
Liabilities	
Regular deposits	90.2
Savings	53.0
Time	37.2
School and club	.1
Other deposits	.7
Total deposits	91.0
Borrowings and mortgage warehousing	.4
Other liabilities	1.8
Total liabilities	93.2
Capital notes and debentures	.2
Other general reserves	6.5
Total general reserve accounts	6.8
Total liabilities and general reserve accounts	100.0

Quelle: National Association of Mutual Savings Banks = Fact Book 1978 = 13, Tab. 4.

Tabelle 5: Aktiva von Banken und Finanzintermediären in den USA 1950 - 1978 (ausgewählte Jahre, in Mrd. $, Anteile in Prozent, gerundete Werte)

Finanzinstitute	1950		1955		1960		1965		1970		1975		1978	
	$	%	$	%	$	%	$	%	$	%	$	%	$	%
CB	168,9	56,7	210,7	49,2	257,6	43,1	377,3	40,9	576,2	43,0	964,9	45,0	1.284,0	43,4
SL	16,9	5,7	37,7	8,8	71,5	12,0	129,6	14,1	176,2	13,2	338,2	15,8	523,5	17,7
MSB	22,4	7,5	31,3	7,3	40,6	6,8	58,2	6,3	79,0	5,9	121,1	5,6	158,2	5,3
CU	1,0	0,3	2,7	0,6	5,7	1,0	10,6	1,1	18,0	1,3	38,0	1,8	62,3	2,1
LIC	64,0	21,5	90,4	21,1	119,6	20,0	158,9	17,2	207,3	15,5	289,3	13,5	389,9	13,2
FI_1	104,3	35,0	162,1	37,9	237,4	39,7	357,3	38,7	480,5	35,9	786,6	36,7	1.133,9	38,3
FI_1+CB	273,2	91,7	372,8	87,1	495,0	82,9	734,6	79,7	1.056,7	78,9	1.751,5	81,7	2.417,9	81,8
FC	9,3	3,1	18,3	4,3	27,6	4,6	44,7	4,8	64,0	4,8	97,7	4,6	143,4	4,8
IC	3,3	1,1	7,8	1,8	17,0	2,8	35,2	3,8	47,6	3,6	42,2	2,0	45,0	1,5
PPF	7,1	2,4	18,3	4,3	38,1	6,4	73,6	8,0	110,6	8,3	148,9	6,9	205,1	6,9
SLPF	4,9	1,6	10,8	2,5	19,7	3,3	34,1	3,7	60,3	4,5	104,7	4,9	146,5	5,0
FI_2	24,6	18,3	55,2	22,9	102,4	17,1	187,6	20,3	282,3	21,1	393,5	18,3	539,7	18,2
Insgesamt	297,8	100	428,0	100	597,4	100	922,2	100	1339,0	100	2.145,0	100	2.957,6	100

CB: Commercial Banks; SL: Savings and Loan Associations; MSB: Mutual Savings Banks; CU: Credit Unions; LIC: Life Insurance Companies; FI_1: SL+MSB+CU+LIC; FC: Finance Companies; IC: Investment Companies; PPF: Private Pension Funds; SLPF: State and Local Pension Funds; FI_2: FC+IC+PPF+SLPF.

Quelle: United States League of Savings Associations = Fact Book 1979 = 46, Tab. 37.

Tabelle 6: Aktiva der Commercial Banks und der Thrift Institutions 1950 - 1978 (ausgewählte Jahre, in Mrd. $, Anteile in Prozent, gerundete Werte)

Finanzinstitute	1950		1955		1960		1965		1970		1975		1978	
	$	%	$	%	$	%	$	%	$	%	$	%	$	%
CB	168,9	61,8	210,7	56,5	257,6	52,0	377,3	51,4	576,2	54,5	964,9	55,1	1.284,0	53,1
CB/GNP		59,3		52,9		50,4		54,2		58,7		63,1		60,3
SL	16,9	6,1	37,7	10,1	71,5	14,4	129,6	17,6	176,2	16,7	338,2	19,3	523,5	21,7
SL/GNP		5,9		9,4		14,0		18,6		17,9		22,1		24,6
MSB	22,4	8,2	31,3	8,4	40,6	8,2	58,2	7,9	79,0	7,5	121,1	6,9	158,2	6,5
MSB/GNP		7,9		7,9		7,9		8,4		8,0		7,9		7,4
CU	1,0	0,4	2,7	0,7	5,7	1,2	10,6	1,4	18,0	1,7	38,0	2,2	62,3	2,6
CU/GNP		0,4		0,7		1,1		1,5		1,8		2,5		2,9
LIC	64,0	23,4	90,4	24,2	119,6	24,2	158,9	21,6	207,3	19,6	289,3	16,5	389,9	16,1
LIC/GNP		22,5		22,7		23,4		22,8		21,1		18,9		18,3
Insgesamt	273,2	100	372,8	100	495,0	100	734,6	100	1.056,7	100	1.751,5	100	2.417,9	100
Insgesamt/GNP		95,9		93,7		96,8		105,5		107,6		114,6		113,6
FI_1/GNP		36,6		40,7		46,4		51,3		48,8		51,4		53,2
GNP	284,8		398,0		511,4		696,3		982,4		1.528,8		2.127,6	

CB: Commercial Banks; SL: Savings and Loan Associations; MSB: Mutual Savings Banks; CU: Credit Unions; LIC: Life Insurance Companies; FI_1: SL+MSB+CU+LIC; GNP: Gross National Product.

Quelle: Siehe Angaben zu Tab. 5 sowie Board of Governors = Bulletin =.

Tabelle 7: Laufzeitenstruktur der Sparkonten bei FSLIC-versicherten Savings and Loan Associations (in Mrd. $ sowie in Prozent)

	March 31, 1973		September 30, 1978	
	Amount	Percent of Total Savings	Amount	Percent of Total Savings
Passbook	$ 103,814	49.53 %	$ 142,061	34.50 %
Certificate less than $ 100,000:				
Up to 90 days to maturity	12,908	6.16	28,089	6.82
91 to 180 days to maturity	8,449	4.03	37,800	9.18
181 to 270 days to maturity	7,947	3.79	17,227	4.18
271 to 365 days to maturity	21,224	10.13	14,164	3.44
More than 1 and up to 2 years to maturity	44,084	21.03	27,396	6.65
More than 2 years to maturity	7,672	3.66	124,445	30.22
$ 100,000-minimum Certificate	.	.	13,611	3.31
Other	3,500	1.67	6,957	1.69
Total Savings	$ 209,598	100.00 %	$ 411,749	100.00 %

Quelle: United States League of Savings Associations = Fact Book 1979 = 63, Tab. 53.

Tabelle 8: Depositen bei Banken und Finanzintermediären - Bestände, Wachstum, Marktanteile 1950 - 1978 (in Mrd. $ sowie in Prozent) in den USA

Jahr	SL			MSB			CB			CU			Insgesamt
	WR	Mrd.$	MA	WR	Mrd.$	MA	WR	Mrd.$	MA	WR	Mrd.$	MA	Mrd. $
1950	12,0	14,0	20,0	3,6	20,0	28,5	2,8	35,2	50,2	28,6	0,9	1,3	70,1
1951	15,0	16,1	21,6	4,5	20,9	28,0	4,0	36,6	45,0	22,2	1,1	1,5	74,7
1952	19,3	19,2	23,3	8,1	22,6	27,4	7,4	39,3	47,6	27,3	1,4	1,7	82,5
1953	18,8	22,8	25,1	7,5	24,3	26,8	6,9	42,0	46,3	21,4	1,7	1,9	90,8
1954	19,7	27,3	27,2	8,2	26,3	26,2	6,4	44,7	44,6	17,6	2,0	2,0	100,3
1955	17,6	32,1	29,5	6,8	28,1	25,8	3,6	46,3	42,5	20,0	2,4	2,2	108,9
1956	15,6	37,1	31,3	6,8	30,0	25,3	4,8	48,5	40,9	20,8	2,9	2,4	118,5
1957	12,9	41,9	32,1	5,7	31,7	24,3	10,7	53,7	41,1	17,2	3,4	2,6	130,7
1958	14,6	48,0	32,9	7,3	34,0	23,3	11,7	60,0	41,1	14,7	3,9	2,7	145,9
1959	13,8	54,6	34,8	2,9	35,0	22,3	4,8	62,9	40,1	12,8	4,4	2,8	156,9
1960	13,7	62,1	36,4	3,7	36,3	21,3	6,7	67,1	39,4	13,6	5,0	2,9	170,5
1961	14,2	70,9	37,4	5,5	38,3	20,2	11,5	74,8	39,4	14,0	5,7	3,0	189,7
1962	13,1	80,2	37,0	7,8	41,3	19,0	19,0	89,0	41,1	10,5	6,3	2,9	216,8
1963	13,8	91,3	37,5	8,0	44,6	18,3	12,8	100,4	41,2	14,3	7,2	3,0	243,5
1964	11,5	101,8	37,4	9,4	48,8	17,9	12,7	113,2	41,6	15,3	8,3	3,1	272,1
1965	8,4	110,4	36,5	7,4	52,4	17,3	15,5	130,8	43,2	10,8	9,2	3,0	302,8
1966	3,3	114,0	35,4	5,0	55,0	17,1	9,3	142,9	44,4	8,7	10,0	3,1	321,9
1967	9,2	124,5	34,7	9,3	60,1	16,7	14,3	163,4	45,5	12,0	11,2	3,1	359,2
1968	5,7	131,6	33,8	7,3	64,5	16,6	11,0	181,3	46,5	9,8	12,3	3,2	389,7
1969	3,0	135,5	34,5	3,9	67,0	17,0	-2,4	177,0	45,0	11,4	13,7	3,5	393,2
1970	8,0	146,4	33,3	6,9	71,6	16,3	16,3	205,8	46,9	12,4	15,4	3,5	439,2

Fortsetzung Tabelle 8:

Jahr	SL			MSB			CB			CU			Insgesamt
	WR	Mrd.$	MA	WR	Mrd.$	MA	WR	Mrd.$	MA	WR	Mrd.$	MA	Mrd. $
1971	19,0	174,2	34,0	13,7	81,4	15,9	16,2	239,2	46,6	18,8	18,3	3,6	513,1
1972	18,7	206,8	34,8	12,5	91,6	15,4	14,3	273,5	46,1	18,6	21,7	3,7	593,6
1973	9,8	227,0	34,3	5,3	96,5	14,6	15,0	314,4	47,5	13,4	24,6	3,7	662,5
1974	7,0	243,0	33,3	2,3	98,7	13,5	14,7	360,5	49,4	11,8	27,5	3,8	729,7
1975	17,6	285,7	34,8	11,3	109,9	13,4	9,1	393,4	47,9	20,0	33,0	4,0	822,0
1976	17,6	335,9	36,0	11,8	122,9	13,2	10,6	435,1	46,6	18,8	39,2	4,2	933,1
1977	15,2	386,8	36,8	9,0	134,0	12,8	10,8	482,1	45,9	19,4	46,8	4,5	1.049,7
1978	11,4	431,0	36,7	6,5	142,7	12,2	13,3	546,3	46,6	13,2	53,0	4,5	1.173,0

SL: Savings and Loan Associations; MSB: Mutual Savings Banks; CB: Commercial Banks; CU: Credit Unions; WR: Wachstumsraten; MA: Marktanteil.

Quelle: United States League of Savings Associations = Fact Book 1979 = 14, Tab. 4.

Tabelle 9: Jährliche Finanzaktivaströme privater Haushalte 1950 - 1978 (ausgewählte Jahre, in Mrd. $ sowie Marktanteile in Prozent) in den USA

Jahr	SL		MSB		CB		CU		LIC		PFR		CEI		Insg.
	Mrd.$	MA %	Mrd.$	MA %	Mrd.$	MA %	Mrd.$	MA %	Mrd.$	MA %	Mrd.$	MA %	Mrd.$	MA %	%
1950	1,5	15,3	0,7	7,1	0,1	1,0	0,2	2,0	2,9	29,6	3,9	39,8	0,5	5,1	100
1955	4,9	18,9	1,8	6,9	1,6	6,2	0,4	1,5	2,9	11,2	5,6	21,6	8,7	33,6	100
1960	7,6	25,4	1,4	4,7	2,7	9,0	0,5	1,7	3,2	10,7	8,3	27,8	6,2	20,7	100
1965	8,5	17,8	3,6	7,5	14,9	31,2	1,0	2,1	4,8	10,1	12,1	25,4	2,8	5,9	100
1966	3,6	6,6	2,6	4,7	11,9	21,7	1,0	1,8	4,7	8,6	14,5	26,5	16,5	30,1	100
1967	10,6	19,9	5,1	9,6	18,7	35,1	0,9	1,7	5,1	9,6	14,0	26,3	- 1,1	- 2,1	100
1968	7,5	12,5	4,2	7,0	18,1	30,1	1,3	2,2	4,6	7,6	15,6	25,9	8,9	14,8	100
1969	4,1	6,3	2,6	4,0	0,7	1,1	1,7	2,6	5,0	7,7	16,3	25,1	34,5	53,2	100
1970	11,0	16,5	4,4	6,6	27,0	40,4	1,2	1,8	5,2	7,8	19,2	28,7	- 1,2	- 1,8	100
1971	28,0	32,7	9,9	11,6	28,1	32,8	1,7	2,0	6,2	7,2	21,1	24,6	- 9,3	-10,9	100
1972	32,7	30,1	10,2	9,4	29,2	26,9	2,5	2,3	6,6	6,1	22,6	20,8	4,9	4,5	100
1973	20,2	16,0	4,7	3,7	35,7	28,3	3,6	2,9	7,4	5,9	25,6	20,3	29,0	23,0	100
1974	16,1	12,7	3,1	2,4	35,4	27,9	2,6	2,1	6,5	5,1	29,6	23,3	33,5	26,4	100
1975	42,8	27,8	11,2	7,3	25,4	16,5	5,4	3,5	5,4	3,5	38,0	24,7	25,5	16,6	100
1976	50,6	29,0	13,0	7,5	39,5	22,7	4,9	2,8	6,9	4,0	46,0	26,4	13,4	7,7	100
1977	51,0	25,2	11,1	5,5	39,2	19,3	7,0	3,5	8,1	4,0	55,5	27,4	30,7	15,2	100
1978	44,9	19,2	8,6	3,7	50,2	21,5	7,8	3,3	9,0	3,9	60,6	25,9	52,5	22,5	100

SL: Savings and Loan Associations; MSB: Mutual Savings Banks; CB: Commercial Banks; CU: Credit Unions; LIC: Life Insurance Companies; PFR: Pension Fund Reserves; CEI: Credit and Equity Instruments; MA: Marktanteil.

Quelle: United States League of Savings Associations = Fact Book 1979 = 11, Tab. 3.

Tabelle 10: Durchschnittliche Verzinsung der Depositen bei SL, MSB und CB 1950 - 1978 (ausgewählte Jahre, in Prozent)

Jahr	Savings Deposits in SL %	Savings Deposits in MSB %	Time and Savings Deposits in CB %
1950	2,52	1,84	0,94
1955	2,94	2,64	1,38
1960	3,86	3,47	2,56
1965	4,23	4,11	3,69
1966	4,45	4,45	4,04
1967	4,67	4,74	4,24
1968	4,68	4,76	4,48
1969	4,80	4,89	4,87
1970	5,06	5,01	4,95
1971	5,33	5,14	4,78
1972	5,39	5,23	4,66
1973	5,55	5,45	5,71
1974	5,98	5,76	6,93
1975	6,24	5,89	5,92
1976	6,32	5,98	5,53
1977	6,41	6,03	5,50
1978	6,53	6,14	5,99

SL: Savings and Loan Associations; MSB: Mutual Savings Banks; CB: Commercial Banks.

Quelle: United States League of Savings Associations = Fact Book 1979 = 15.

Tabelle 11: Hypothekenkredite - Bestände und Wachstumsraten (WR) 1952 - 1978 von Banken und Finanzintermediären (in Mrd. $ sowie in Prozent) in den USA

Jahr	CB		SL		MSB		LIC	
	Mrd.$	WR	Mrd.$	WR	Mrd.$	WR	Mrd.$	WR
1952	15,9	8,2	18,4	17,9	11,4	15,2	21,3	10,4
1953	16,9	6,3	22,0	19,6	12,9	13,2	23,3	9,4
1954	18,6	10,1	26,2	19,1	15,0	16,3	26,0	11,6
1955	21,0	12,9	31,5	20,2	17,5	16,7	29,4	13,1
1956	22,7	8,1	35,7	13,3	19,7	12,6	33,0	12,2
1957	23,3	2,6	40,0	12,0	21,2	7,6	35,2	6,7
1958	25,5	9,4	45,6	14,0	23,3	9,9	37,0	5,1
1959	28,1	10,2	53,1	16,4	25,0	7,3	39,2	5,9
1960	28,8	2,5	60,1	13,2	26,9	7,6	41,8	6,6
1961	30,4	5,6	68,8	14,5	29,1	8,2	44,2	5,7
1962	34,5	13,5	78,8	14,5	32,3	11,0	46,9	6,1
1963	39,4	14,2	90,9	15,4	36,0	11,5	50,5	7,7
1964	44,0	11,7	101,3	11,4	40,6	12,8	55,2	9,3
1965	49,7	13,0	110,3	8,9	44,6	9,9	60,0	8,7
1966	54,4	9,5	114,4	3,7	47,4	6,3	64,6	7,7
1967	59,0	8,5	121,8	6,5	50,5	6,5	67,5	4,5
1968	65,7	11,4	130,8	7,4	53,5	5,9	70,0	3,7
1969	70,7	7,6	140,2	7,2	56,1	4,9	72,0	2,9
1970	73,3	3,4	150,3	7,2	57,9	3,2	74,4	3,3
1971	82,5	12,6	174,3	16,0	62,0	7,1	75,5	1,5
1972	99,3	20,4	206,2	18,3	67,6	9,0	76,9	1,9
1973	119,1	19,9	231,7	12,4	73,2	8,3	81,4	5,9
1974	132,1	10,9	249,3	7,6	74,9	2,3	86,2	5,9
1975	136,2	3,1	278,7	11,8	77,1	2,9	89,2	3,5
1976	151,3	11,1	323,0	15,9	81,6	5,8	91,6	2,7
1977	179,0	18,3	381,2	18,0	88,2	8,1	96,8	5,7
1978	214,0	19,6	432,9	13,6	95,2	7,9	106,2	9,7

CB:Commercial Banks; SL: Savings and Loan Associations; MSB: Mutual Savings Banks; LIC: Life Insurance Companies.

Quelle: Board of Governors = Bulletin =.

Tabelle 12: Jährliches Wachstum der Policy Loans in Relation zum Wachstum der Aktiva der LIC (in Mio. $ sowie in Prozent)

Jahr	Zuwachs Policy Loans (1) Mio.$	Zuwachs Aktiva (2) Mio.$	(1) in % von (2)
1955	163	5.946	2,7
1956	229	5.579	4,1
1957	350	5.298	6,6
1958	319	6.271	5,1
1959	430	6.070	7,1
1960	613	5.926	10,3
1961	502	7.240	6,9
1962	501	6.475	7,7
1963	421	7.830	5,4
1964	485	8.349	5,8
1965	538	9.414	5,7
1966	1.439	8.571	16,8
1967	942	10.377	9,1
1968	1.247	10.804	11,5
1969	2.519	8.572	29,4
1970	2.200	8.985	24,5
1971	1.040	15.909	6,5
1972	938	17.628	5,3
1973	2.196	12.706	17,3
1974	2.663	10.913	24,4
1975	1.527	24.735	6,2
1976	1,367	32.248	4,2
1977	1.722	30.170	5,7
1978	2.590	38.202	6,8

LIC: Life Insurance Companies.

Quelle: Board of Governors = Bulletin =.

Tabelle 13: Life Insurance Companies - Flow of Funds-Angaben 1968 - 1973 (in Mrd. $)
(+: geringfügige Bestände)

	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Current surplus	0,6	0,9	0,8	1,0	1,6	1,8
Physical investment	0,7	0,8	1,0	1,4	1,0	1,3
Net acquisition of financial assets	9,8	9,2	9,9	12,7	15,0	16,6
Demand deposits + currency	0,1	+	0,1	+	0,2	0,1
Corporate securities	1,4	1,7	2,0	3,6	3,5	3,6
Credit market instruments	7,7	6,7	7,0	8,1	10,3	12,1
U.S. government securities	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	0,3	0,1
State and local obligations	0,2	+	0,1	0,1	+	+
Corporate bonds	3,9	1,5	1,5	5,5	7,0	5,9
Home mortgages	-0,7	-1,1	-1,3	-2,1	-2,1	-0,5
Other mortgages	3,2	3,1	3,6	3,2	4,0	4,3
Policy loans	1,2	2,5	2,2	1,0	0,9	2,2
Miscellaneous assets	0,6	0,9	0,8	0,9	1,0	0,9
Open market paper	.	0,9	0,8	0,6	0,2	.
Net increase in liabilities	9,1	9,2	10,2	13,3	15,3	15,1
Life insurance reserves	4,6	4,8	5,1	6,1	6,5	7,2
Pension fund reserves	2,9	2,9	3,3	5,2	6,0	5,2
Other liabilities	1,5	1,4	1,7	2,1	2,9	2,7
Discrepancy	-0,8	0,1	0,1	0,3	1,0	-1,0

Quelle: Board of Governors = Flow =.

Tabelle:14 Depositen privater Haushalte bei Finanzinstituten in Großbritannien Ende 1978 und 1979 (in Mio.£ sowie Marktanteile in Prozent)

	1978		Zuwachs 1979		1979	
	Mio. £	%	Mio. £	%	Mio. £	%
National Savings	9.522	12,3	1.179	8,4	1o.701	11,7
Bank deposits	24.489	31,7	6.333	45,2	30.822	33,8
Savings bank deposits	6.184	8,0	720	5,1	6.904	7,6
Building Society deposits	36.609	47,4	5.627	40,1	42.236	46,3
Other	474	0,6	167	1,2	641	0,7
Total	77.278	100.0	14.026	100.0	91.304	100.0

Quelle: The Building Societies Association = 1979 = 10.

Tabelle 15: Aktiva und Passiva der Building Societies 1973 - 1979 (in Mio. £)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Liabilities							
Shares & Deposits	16.531	18.524	22.696	26.101	32.200	37.022	42.586
Accrued Interest	190	242	275	340	388	492	668
Government Loans	32	358	23	2o	13	9	5
Other Liabilities	284	463	570	700	789	709	
Reserves	672	702	800	970	1.290	1.491	2.342
Total Assets & Liabilities	17.709	20.289	24.364	28.131	34.680	39.723	45.601
Assets							
Mortgages	14.624	16.114	18.882	22.500	26.600	31.715	36.629
Other	222	283	321	472	603	723	843
Cash and Investments Total	2.863	3.893	5.161	5.159	7.477	7.285	8.129
Cash & Bank Balances	454	606	630	633	925	971	944
Local Authority Investments	0.944	1.654	2.218	2.032	3.076	2.677	2.576
British Government Securities	1.201	1.262	1.903	2.075	2.755	3.163	4.050
Other	264	370	410	419	721	474	559

Quelle: The Building Societies Association = Bulletin July 1980 = 7.

Tabelle 16: Hypothekenkredite und Marktanteile Ende 1978 in Großbritannien (in Mio.£ sowie Anteile in Prozent)

	Amount Outstanding 1978		Net Loans 1978	
	Mio. £	%	Mio. £	%
Building Societies	31.715	82,4	5.096	95,5
Insurance Companies	1.640	4,3	73	1,4
Local Authorities	2.935	7,6	-57	-1,1
Banks	1.730	4,5	270	5,1
Trustee Savings Banks	15	0,0	5	0,1
Other Public Sector	458	1,2	-53	-1,1
Total	38.478	100.0	5.334	100.0

Quelle: The Building Societies Association = Bulletin Oct. 1979 = 16.

Tabelle 17: Depositenmarktanteile der Finanzinstitute in Großbritannien 1913 - 1977 (ausgewählte Jahre, in Mio.£ sowie in Prozent)

Jahr	London Clearing Banks %	Scottish and N. Ireland Banks %	Other Banks %	All Banks %	Building Societies %	Trustee Savings Banks %	National Savings %	Finance Houses and National Giro %	Total Deposits Mio.£
1913	.	14	.	77	4	5	14	.	1.376
1921	57	11	8	76	3	3	18	.	3.165
1930	53	8	7	68	9	3	20	+	3.889
1938	47	8	3	59	15	5	22	+	4.770
1948	44	6	2	52	7	6	36	+	14.163
1958	40	5	3	48	15	7	29	1	16.588
1968	33	4	7	44	26	8	20	2	29.573
1977	28	4	12	43	39	5	11	1	82.880

+: geringfügige Bestände

Quelle: Central Statistical Office = Statistics =.

Tabelle 18: Bilanzen der Bausparkassen 1972 - 1980 (in Mio. DM)

Stand am Jahres- bzw. Monats-ende	Zahl der Insti-tute	Bilanz-summe	Kredite an Kreditinstitute: Gut-haben und Dar-lehen (ohne Baudar-lehen) 1)	Kredite an Kreditinstitute: Bau-darlehen 2)	Kredite an Kreditinstitute: Bank-schuld-ver-schrei-bungen	Kredite an Nichtbanken: Baudarlehen 3): Bau-spar-darlehen	Kredite an Nichtbanken: Baudarlehen 3): Vor- und Zwi-schen-finan-zie-rungs-kredite	Kredite an Nichtbanken: Baudarlehen 3): sonstige Baudar-lehen 4)	Wert-papiere (einschl. Schatz-wechsel und U-Schätze) 5)	Einlagen und aufgenommene Kredite von Kreditinstituten 6): Bau-spar-einlagen 7)	Einlagen und aufgenommene Kredite von Kreditinstituten 6): Sicht- und Termin-gelder	Einlagen und aufgenommene Kredite von Nichtbanken: Bau-spar-einlagen 8)	Einlagen und aufgenommene Kredite von Nichtbanken: Sicht- und Termin-gelder 9)	Inhaber-schuld-ver-schrei-bungen im Umlauf	Kapital (einschl. offener Rück-lagen gem. § 10 KWG)	Nachrichtlich: Im Jahr bzw. Monat neu abgeschlossene Verträge 10)
Bausparkassen insgesamt																
1972	28	62 098	12 515	·	1 500	34 586	10 044	863	281	·	2 705	53 524	1 043	—	1 744	63 853
1973	29	70 435	10 972	633	1 509	41 159	13 010	1 698	271	1 037	2 353	60 645	1 184	—	2 092	62 127
1974	30	77 686	12 108	828	1 650	49 075	10 827	1 639	235	1 446	2 433	66 383	1 330	—	2 385	59 591
1975	30	86 952	13 950	734	3 032	54 696	11 242	1 528	380	1 837	2 928	73 781	1 436	80	2 573	63 462
1976	30	94 906	13 312	812	4 247	59 617	13 556	1 187	706	1 982	2 902	80 978	1 530	80	2 990	78 401
1977	30	102 153	11 656	899	4 291	64 700	16 625	1 036	1 091	1 989	2 980	87 468	1 548	39	3 318	85 901
1978	30	111 223	11 825	744	4 710	70 035	20 200	891	1 086	1 891	4 359	94 769	1 416	194	3 586	94 390
1979	30	121 932	10 057	875	4 602	78 213	24 807	889	805	1 726	6 293	102 563	1 585	339	3 643	103 423
1980 April	31	124 311	8 499	866	4 479	81 162	26 068	941	775	1 676	7 011	102 731	1 541	348	3 664	7 430
Mai	31	124 460	7 661	869	4 496	81 760	26 400	917	765	1 685	7 353	102 352	1 543	348	3 688	6 205
Juni	31	125 862	7 613	881	4 518	82 705	26 946	932	716	1 642	8 040	102 453	1 618	435	4 106	6 674
Juli p)	31	126 249	7 030	887	4 385	83 565	27 224	927	677	1 648	8 284	102 169	1 540	482	4 251	6 893
Private Bausparkassen																
1980 April	18	81 870	4 257	641	2 350	58 334	14 247	371	520	1 033	2 716	69 023	1 322	348	2 288	4 912
Mai	18	82 020	3 656	647	2 311	58 731	14 622	358	514	1 029	2 976	68 777	1 344	348	2 288	4 153
Juni	18	82 964	3 575	659	2 315	59 356	15 040	363	481	1 007	3 372	68 919	1 347	435	2 543	4 594
Juli p)	18	83 053	3 284	663	2 207	59 944	14 985	366	440	1 011	3 421	68 733	1 360	482	2 788	4 835
Öffentliche Bausparkassen																
1980 April	13	42 441	4 242	225	2 129	22 828	11 821	570	255	643	4 295	33 708	219	—	1 376	2 518
Mai	13	42 440	4 005	222	2 185	23 029	11 778	559	251	656	4 377	33 575	199	—	1 400	2 052
Juni	13	42 898	4 038	222	2 203	23 349	11 905	569	235	635	4 668	33 534	271	—	1 463	2 080
Juli p)	13	43 196	3 746	224	2 178	23 621	12 239	561	237	637	4 863	33 436	180	—	1 463	2 058

Zeit	Umsätze im Sparverkehr 11): Eingezahlte Bausparbeträge 12)	Zinsgutschriften auf Bausparein-lagen	Rückzahlungen von Bausparein-lagen aus nicht zugeteilten Verträgen	Kapitalzusagen: insgesamt	Kapitalzusagen: darunter unter Nettozuteilungen 13)	Kapitalauszahlungen: Zuteilungen: Bauspareinlagen: insgesamt	Zuteilungen: Bauspareinlagen: zusammen	Zuteilungen: Bauspareinlagen: darunter zur Ablösung von Vor- und Zwischenfinanzierungskrediten	Zuteilungen: Bauspardarlehen: zusammen	Zuteilungen: Bauspardarlehen: darunter zur Ablösung von Vor- und Zwischenfinanzierungskrediten	Neu gewährte Vor- u. Zwischenfinanzierungskredite und sonstige Baudarlehen	Noch bestehende Auszahlungsverpflichtungen am Ende des Zeitraumes: insgesamt	darunter aus Zuteilungen	Zins- und Tilgungseingänge auf Baudarlehen 12): insgesamt	darunter Tilgungen	Nachrichtlich: Eingegangene Wohnungsbauprämien 14)
Bausparkassen insgesamt																
1973	21 716	1 558	910	39 877	26 085	39 482	14 097	4 926	12 359	4 301	13 026	8 626	6 364	7 089	5 208	2 932
1974	21 929	1 786	944	40 647	30 921	40 307	16 484	6 472	14 409	5 795	9 414	8 399	6 578	8 670	6 223	3 126
1975	23 200	1 969	1 173	42 488	29 214	40 513	16 024	6 017	13 343	5 191	11 146	9 284	6 530	10 346	7 645	3 205
1976	24 184	2 210	1 659	46 595	31 912	43 782	17 309	5 734	13 874	5 069	12 599	9 981	7 133	11 740	9 032	2 285
1977	25 416	2 407	2 199	50 578	34 928	47 597	19 020	5 605	15 196	5 221	13 381	11 094	7 691	13 310	10 190	1 899
1978	27 396	2 576	2 202	55 269	39 253	52 301	20 462	6 061	17 191	5 936	14 648	12 442	8 887	15 205	11 865	1 907
1979	29 617	2 779	2 406	61 415	43 111	59 203	22 258	5 993	20 203	5 955	16 742	12 528	8 769	15 581	11 873	1 965
1980 April	2 531	20	259	5 614	3 705	5 311	1 893	600	1 748	583	1 670	12 025	8 126	1 309	} 2 850	234
Mai	1 681	27	211	5 177	3 890	5 172	1 860	509	1 838	524	1 474	12 140	8 484	1 367		225
Juni	1 965	29	204	4 144	3 100	4 889	1 729	411	1 806	450	1 354	11 372	8 015	1 360		241
Juli p)	1 995	37	197	4 908	3 841	5 275	2 099	468	1 891	422	1 285	10 770	7 805	1 395	·	251
Private Bausparkassen																
1980 April	1 849	13	127	4 098	2 816	3 644	1 377	444	1 216	417	1 051	6 456	4 236	891	} 1 902	111
Mai	1 043	18	116	3 138	2 347	3 341	1 193	234	1 205	269	943	6 235	4 177	899		141
Juni	1 196	17	101	2 556	1 971	2 927	986	214	1 122	238	817	5 838	4 030	919		146
Juli p)	1 287	23	109	3 287	2 747	3 464	1 381	354	1 361	332	722	5 571	4 008	950	·	155
Öffentliche Bausparkassen																
1980 April	682	7	132	1 516	889	1 667	516	156	532	166	619	5 569	3 890	418	} 948	123
Mai	638	9	95	2 039	1 543	1 831	667	275	633	255	531	5 905	4 307	468		84
Juni	769	12	103	1 588	1 129	1 962	741	197	684	212	537	5 534	3 985	441		95
Juli p)	708	14	88	1 621	1 094	1 811	718	114	530	90	563	5 199	3 797	445	·	96

1 Einschl. Postscheckguthaben und Namensschuldverschreibungen, ohne Bundesbankguthaben; ab Dezember 1973 einschl. Forderungen an Bausparkassen. — 2 Bauspardarlehen sowie Vor- und Zwischenfinanzierungskredite; bis November 1973 in den Baudarlehen an Nichtbanken enthalten. — 3 Bis November 1973 einschl. Baudarlehen an Kreditinstitute. — 4 Ab Dezember 1973 einschl. geringer Beträge von Darlehen für andere als Bauzwecke. — 5 Einschl. Ausgleichs- und Deckungsforderungen. — 6 Einschl. Verbindlichkeiten gegenüber Bausparkassen. — 7 Bis November 1973 in den Bauspareinlagen von Nichtbanken enthalten. — 8 Bis November 1973 einschl. Bauspareinlagen von Kreditinstituten. — 9 Einschl. geringer Beträge von Spareinlagen. — 10 Bausparsumme; nur Neuabschlüsse, bei denen die Abschlußgebühr voll eingezahlt ist. Vertragserhöhungen gelten als Neuabschlüsse. — 11 Auszahlungen von Bauspareinlagen aus zugeteilten Verträgen s. unter Kapitalauszahlungen. — 12 Einschl. gutgeschriebener Wohnungsbauprämien. — 13 Nur die von den Berechtigten angenommenen Zuteilungen; einschl. Zuteilungen zur Ablösung von Vor- und Zwischenfinanzierungskrediten. — 14 Soweit den Konten der Bausparer oder Darlehensnehmer bereits gutgeschrieben, in „Eingezahlte Bausparbeträge" und „Zins- und Tilgungseingänge auf Baudarlehen" enthalten. — p Vorläufig.

Quelle: Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Sept. 1980 = 39+.

Tabelle 19: Zusammensetzung und Fondsvermögen der deutschen Wertpapierfonds (in Mio. DM)

Stand am Jahresende	Fondsvermögen insgesamt Mio DM (= 100 %)	Wertpapiere inländischer Emittenten				Wertpapiere ausländischer Emittenten				Barreserve, Forderungen und sonstiges Vermögen	
		Renten 1) Mio DM	%	Aktien 2) Mio DM	%	Renten 1) Mio DM	%	Aktien 2) Mio DM	%	Mio DM	%
	Wertpapierfonds insgesamt										
1969 3) 4)	(9 512)	(2 358)	(24,8)	(4 921)	(51,7)	(601)	(6,3)	(980)	(10,3)	(652)	(6,9)
1970	9 924	3 398	34,2	3 786	38,2	664	6,7	1 211	12,2	865	8,7
1971	11 462	4 028	35,1	4 747	41,4	350	3,1	1 552	13,5	785	6,9
1972	15 297	5 613	36,7	6 240	40,8	151	1,0	1 991	13,0	1 301	8,5
1973	14 901	7 022	47,1	5 552	37,2	84	0,6	1 072	7,2	1 171	7,9
1974	14 708	7 076	48,1	5 881	40,0	109	0,7	686	4,7	957	6,5
1975	20 156	7 823	38,8	9 298	46,1	318	1,6	1 535	7,6	1 182	5,9
1976	24 713	12 216	49,4	9 265	37,5	389	1,6	1 291	5,2	1 553	6,3
1977	34 613	18 456	53,3	11 184	32,3	1 331	3,8	1 234	3,6	2 409	7,0
1978	41 530	22 405	54,0	12 382	29,8	1 384	3,3	1 216	2,9	4 143	10,0
	Aktienfonds 5)										
1969 3)	7 021	511	7,3	4 921	70,1	86	1,2	980	14,0	522	7,4
1970	6 225	773	12,4	3 578	57,5	140	2,2	1 075	17,3	658	10,6
1971	7 051	620	8,8	4 449	63,1	52	0,7	1 366	19,4	564	8,0
1972	8 636	518	6,0	5 618	65,1	16	0,2	1 678	19,4	805	9,3
1973	7 557	993	13,1	4 891	64,7	16	0,2	895	11,9	762	10,1
1974	7 071	889	12,6	5 069	71,7	15	0,2	552	7,8	546	7,7
1975	9 793	484	4,9	7 577	77,4	45	0,5	1 060	10,8	627	6,4
1976	10 144	1 181	11,7	7 345	72,4	43	0,4	855	8,4	720	7,1
1977	11 192	1 090	9,7	8 584	76,7	73	0,7	722	6,4	723	6,5
1978	11 720	1 022	8,7	8 880	75,8	37	0,3	700	6,0	1 080	9,2
	Rentenfonds										
1969 3)	2 491	1 847	74,1	—	—	515	20,7	—	—	130	5,2
1970	2 810	2 271	80,8	0	0,0	442	15,7	2	0,1	95	3,4
1971	3 266	2 885	88,3	4	0,1	257	7,9	2	0,1	118	3,6
1972	4 890	4 412	90,2	30	0,6	115	2,4	2	0,0	331	6,8
1973	5 219	4 876	93,4	17	0,3	61	1,2	1	0,0	265	5,1
1974	4 768	4 459	93,5	11	0,2	85	1,8	2	0,1	212	4,4
1975	5 514	4 968	90,1	17	0,3	219	4,0	4	0,1	305	5,5
1976	8 446	7 545	89,3	29	0,4	302	3,6	10	0,1	560	6,6
1977	14 927	12 635	84,6	33	0,2	1 019	6,8	9	0,1	1 232	8,3
1978	19 227	15 782	82,1	45	0,2	1 048	5,5	2	0,0	2 350	12,2
	Spezialfonds										
1969	708	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
1970	890	354	39,8	208	23,4	82	9,2	133	15,0	112	12,6
1971	1 144	523	45,7	294	25,7	41	3,6	184	16,0	103	9,0
1972	1 771	682	38,5	592	33,5	20	1,1	311	17,6	165	9,3
1973	2 125	1 154	54,3	644	30,3	7	0,3	176	8,3	144	6,8
1974	2 869	1 728	60,2	801	27,9	9	0,3	131	4,6	200	7,0
1975	4 849	2 371	48,9	1 704	35,1	54	1,1	471	9,7	249	5,2
1976	6 124	3 490	57,0	1 892	30,9	43	0,7	426	7,0	273	4,4
1977	8 494	4 731	55,7	2 567	30,2	239	2,8	503	5,9	454	5,4
1978	10 583	5 600	52,9	3 456	32,7	299	2,8	514	4,9	713	6,7

1 Einschl. Wandelschuldverschreibungen u. ä. — 2 Einschl. Bezugsrechte, Kuxe, Genußscheine u. ä. — 3 Angaben für 1969 zusammengestellt nach den von den Kapitalanlagegesellschaften veröffentlichten Jahresberichten. — 4 Ohne Spezialfonds, über deren Vermögensstruktur für 1969 keine Daten vorliegen. — 5 Einschl. gemischter Fonds, die neben Aktien auch Rentenwerte in ihrem Vermögen halten.
Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Quelle: Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Aug. 1979 = 17.

Tabelle 20: Geldmittel und Vermögensanlagen der Versicherungsunternehmen (ohne Rück- u. Krankenversicherungen, in Mio. DM)

Stand am Monatsende	Zahl der erfaßten Institute	Summe der erfaßten Aktiva	Geldmittel 1) (ohne befristete Guthaben bei Kreditinstituten)	Befristete Guthaben bei Kreditinstituten 2)	Vermögensanlagen (ohne befristete Guthaben bei Kreditinstituten) insgesamt	Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen	Namensschuldverschreibungen, Schuldscheinforderungen und Darlehen	Wertpapiere 3)	Beteiligungen	Darlehen und Vorauszahlungen auf Versicherungsscheine	Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte	Ausgleichsforderungen 4)
Alle erfaßten Versicherungsunternehmen												
1976 Dez.	485	182 899	1 509	2 197	179 193	31 965	68 567	45 926	3 895	2 932	22 341	3 567
1977 März	487	189 725	1 599	3 230	184 896	32 251	71 446	48 514	3 777	2 927	22 374	3 607
Juni	488	194 948	1 552	3 343	190 053	32 555	73 512	50 768	3 820	2 922	22 919	3 557
Sept.	495	199 666	1 419	2 893	195 554	32 811	76 217	52 662	3 966	2 918	23 433	3 547
Dez.	494	204 367	1 647	2 170	200 550	32 973	78 220	55 014	4 024	2 855	23 960	3 504
1978 März	519	212 339	1 664	3 065	207 590	33 104	82 492	57 901	4 165	2 467	23 974	3 487
Juni	526	218 237	1 595	3 183	213 459	33 251	85 638	59 895	4 249	2 544	24 441	3 441
Sept.	523	222 389	1 330	2 902	218 157	33 283	89 557	60 265	4 359	2 524	24 762	3 407
Dez.	525	228 209	1 984	2 480	223 745	33 902	92 454	61 763	4 376	2 597	25 228	3 425
1979 März	552	237 103	1 618	4 216	231 269	34 373	98 036	63 187	4 478	2 627	25 125	3 443
Juni	559	242 544	1 589	4 021	236 934	34 933	101 330	64 523	4 449	2 644	25 521	3 534
Sept.	560	248 022	1 347	3 832	242 843	35 908	104 421	65 413	4 867	2 701	25 948	3 585
Dez.	559	253 937	1 906	3 069	248 962	37 226	107 997	65 510	5 324	2 828	26 366	3 711
1980 März	570	263 313	1 627	4 296	257 390	38 424	111 873	68 550	5 484	2 957	26 355	3 747
Lebensversicherungsunternehmen												
1976 Dez.	107	110 225	674	586	108 965	26 484	43 715	19 588	844	2 568	14 114	1 652
1977 März	106	113 643	644	388	112 611	26 702	45 901	20 815	826	2 553	14 146	1 668
Juni	105	116 787	677	382	115 728	26 917	47 388	21 897	838	2 549	14 492	1 647
Sept.	105	120 151	615	331	119 205	27 150	49 276	22 959	882	2 505	14 794	1 639
Dez.	104	123 692	709	530	122 453	27 321	50 981	24 035	971	2 423	15 103	1 619
1978 März	104	127 731	708	315	126 708	27 474	53 536	25 447	1 067	2 429	15 140	1 615
Juni	104	131 512	736	293	130 483	27 591	55 643	26 571	1 103	2 504	15 484	1 587
Sept.	102	134 496	665	384	133 449	27 604	58 348	26 648	1 116	2 488	15 669	1 576
Dez.	104	139 318	959	509	137 850	28 219	60 926	27 397	1 137	2 562	16 015	1 594
1979 März	104	143 922	690	447	142 785	28 655	64 644	28 201	1 171	2 593	15 891	1 630
Juni	104	148 016	640	386	146 990	29 241	67 069	29 002	1 221	2 610	16 162	1 685
Sept.	104	152 242	520	522	151 200	30 119	69 243	29 786	1 267	2 666	16 422	1 697
Dez.	104	156 537	829	796	154 912	31 268	71 821	29 352	1 297	2 794	16 603	1 777
1980 März	104	161 106	687	529	159 890	32 336	73 964	30 973	1 300	2 921	16 587	1 809
Pensionskassen und Sterbekassen												
1976 Dez.	82	22 135	130	488	21 517	4 178	7 172	6 145	23	321	2 437	1 241
1977 März	84	22 512	89	358	22 065	4 233	7 281	6 491	23	331	2 449	1 257
Juni	86	23 014	132	361	22 521	4 291	7 366	6 797	23	331	2 474	1 239
Sept.	90	23 637	105	374	23 158	4 312	7 565	7 130	23	372	2 522	1 234
Dez.	90	24 621	147	525	23 949	4 313	7 856	7 582	23	393	2 586	1 216
1978 März	89	24 746	102	328	24 316	4 289	8 355	7 861	23	—	2 576	1 212
Juni	92	25 535	140	353	25 042	4 315	8 735	8 181	16	—	2 595	1 200
Sept.	92	25 993	117	343	25 533	4 326	9 086	8 295	15	—	2 636	1 175
Dez.	92	27 048	143	567	26 338	4 311	9 451	8 701	15	—	2 693	1 167
1979 März	95	27 423	111	333	26 979	4 327	9 862	8 931	15	—	2 688	1 156
Juni	95	27 781	129	353	27 299	4 265	10 073	9 090	15	—	2 706	1 150
Sept.	95	28 315	112	399	27 804	4 305	10 356	9 260	15	—	2 733	1 135
Dez.	95	29 423	164	540	28 719	4 364	10 813	9 612	15	—	2 784	1 131
1980 März	96	29 859	116	415	29 328	4 423	11 092	9 909	15	—	2 769	1 120
Schaden-, Unfall- und Transportversicherungsunternehmen 5)												
1976 Dez.	222	31 194	507	880	29 807	1 031	9 331	13 151	1 842	43	4 003	406
1977 März	223	33 917	696	2 255	30 966	1 040	9 628	13 945	1 921	43	3 978	415
Juni	222	34 827	557	2 318	31 952	1 051	9 904	14 504	1 952	42	4 092	407
Sept.	225	35 035	531	1 740	32 764	1 052	10 152	14 887	2 050	41	4 191	411
Dez.	225	34 548	538	886	33 124	1 047	10 008	15 285	2 022	39	4 316	407
1978 März	252	37 593	706	2 201	34 686	1 048	10 755	16 172	2 033	38	4 243	399
Juni	258	38 232	553	2 269	35 410	1 048	11 166	16 331	2 111	40	4 318	396
Sept.	257	38 315	429	1 917	35 969	1 057	11 576	16 337	2 192	36	4 373	398
Dez.	257	37 672	587	1 205	36 880	1 074	11 408	16 399	2 170	35	4 385	409
1979 März	279	40 952	734	3 129	37 089	1 090	12 251	16 742	2 225	34	4 348	399
Juni	285	41 368	646	2 893	37 829	1 107	12 703	17 008	2 169	34	4 373	435
Sept.	286	41 762	558	2 500	38 704	1 144	13 146	16 957	2 487	35	4 444	491
Dez.	285	41 167	664	1 365	39 138	1 185	13 360	16 808	2 699	34	4 529	523
1980 März	295	45 058	684	2 960	41 414	1 227	14 409	17 996	2 684	36	4 526	536

* Quelle: Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen. — 1 Kassenbestand, Bundesbank- und Postscheckguthaben sowie Salden auf laufenden Konten bei Kreditinstituten. — 2 Mit Laufzeiten oder Kündigungsfrist von 1 Monat und darüber. — 3 Ohne Schuldbuchforderungen; vgl. Anm. 4. — 4 Einschl. sonstiger Schuldbuchforderungen, die früher unter „Wertpapiere" erfaßt waren. — 5 Ab 1. Vj. 1978 werden Transportversicherungsunternehmen erfaßt.

Quelle: Deutsche Bundesbank = Monatsbericht Sept. 1980 = 54f.

Tabelle 21: Aktiva der Finanzinstitute in der Bundesrepublik Deutschland 1950 - 1978 sowie deren Relation zum Sozialprodukt (ausgewählte Jahre, in Mrd. DM, Marktanteile in Prozent, gerundete Werte)

Finanzinst.	1950		1955		1960		1965		1970		1975		1978	
	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%
Banken + FI	39,1	100	141,7	100	290,5	100	532,3	100	994,4	100	1.773,0	100	2.397,5	100
Banken	27,8	71,1	82,4	58,2	171,9	59,2	311,3	58,5	631,3	63,5	1.153,8	65,1	1.580,2	65,9
FI gesamt	11,3	28,9	59,3	41,8	118,6	40,8	221,0	41,5	363,1	36,5	619,2	34,9	817,3	34,1
BSPK	0,6	1,5	3,4	2,4	10,4	3,6	23,9	4,5	46,9	4,7	87,0	4,9	111,2	4,6
RK	2,3	5,9	14,1	10,0	30,3	10,4	59,2	11,1	111,6	11,2	181,3	10,2	261,3	10,9
V	4,1	10,5	12,1	8,5	24,6	8,5	47,3	8,9	84,2	8,5	160,1	9,0	228,2	9,5
KG	-		-		3,2	1,1	3,4	0,6	10,5	1,1	25,6	1,4	45,4	1,9
FI_1	7,0	17,9	29,6	20,9	68,5	23,6	133,8	25,1	253,2	25,5	454,0	25,6	646,1	26,9
SV	2,6	6,6	12,5	8,8	19,2	6,6	32,3	6,1	32,0	3,2	45,5	2,6	24,5	1,0
KSA	1,5	3,8	15,9	11,2	27,9	9,6	49,7	9,3	69,0	6,9	103,1	5,8	124,1	5,2
TZK	0,2	0,5	1,3	0,9	3,0	1,0	5,2	1,0	8,9	0,9	16,6	0,9	22,6	0,9
FI_2	4,3	11,0	29,7	21,0	50,1	17,2	87,2	16,4	109,9	11,1	165,2	9,3	171,2	7,2
Banken/BSP_M		28,3		45,4		56,7		67,9		93,0		112,0		122,2
FI_1/BSP_M		7,1		16,3		22,6		29,2		37,3		44,1		49,9
FI_2/BSP_M		4,4		16,4		16,5		19,0		16,2		16,0		13,2
BSP_M	98,1		181,4		303,0		458,2		679,0		1.030,3		1.293,6	

FI: Finanzintermediäre; BSPK: Bausparkassen; RK: Realkreditinstitute; V: Versicherungen; KG: Kapitalanlagegesellschaften; FI_1: BSPK+RK+V+KG; SV: Sozialversicherungen; KSA: Kreditinstitute mit Sonderaufgaben; TZK: Teilzahlungskreditinstitute; FI_2: SV+KSA+TZK; BSP_M: Bruttosozialprodukt zu Marktpreisen.

Quelle: Deutsche Bundesbank = Monatsberichte =.

Tabelle 22: Geldvermögensbildung(GVB) der privaten Haushalte bei Bausparkassen, Versicherungen und Realkreditinstituten 1955 - 1977 (in Mrd. DM sowie Anteile in Prozent)

Jahr	BSPK(1)		V(2)		RKI(3)		(1)+(2)+(3)		GVB priv. HHe	
	Mrd. DM	%	Mrd. DM	%	Mrd. DM	%	Mrd. DM	%	Mrd. DM	%
1955	0,79	9,90	1,20	15,04	.	.	1,99	24,94	7,98	100
1956	0,81	11,64	1,38	19,83	.	.	2,19	31,47	6,96	100
1957	0,98	9,36	1,65	15,76	0,30	2,89	2,93	27,98	10,47	100
1958	1,12	8,71	1,80	14,00	0,38	2,94	3,30	25,66	12,86	100
1959	1,43	9,47	2,60	17,22	0,69	4,55	4,72	31,26	15,10	100
1960	1,79	11,04	2,75	16,96	0,74	4,35	5,28	32,57	16,21	100
1961	1,90	9,38	3,44	16,99	1,14	5,92	6,48	32,00	20,25	100
1962	1,74	8,14	3,87	18,10	1,62	8,16	7,23	33,82	21,38	100
1963	2,05	8,45	3,81	15,70	2,49	10,87	8,35	34,40	24,27	100
1964	2,19	7,41	4,50	15,22	3,54	12,38	10,23	34,60	29,57	100
1965	3,44	9,54	5,00	13,87	2,10	6,08	10,54	29,25	36,04	100
1966	4,48	13,05	5,63	16,39	1,29	3,94	11,40	33,20	34,34	100
1967	2,74	8,18	6,19	18,48	1,21	3,74	10,14	30,28	33,49	100
1968	2,53	6,13	6,76	16,39	1,28	3,21	10,57	25,63	41,24	100
1969	3,90	7,83	7,39	14,84	1,28	2,63	12,57	25,25	49,79	100
1970	5,44	9,35	7,75	13,32	3,21	5,83	16,40	28,20	58,16	100
1971	5,39	8,08	10,19	15,27	2,29	3,62	17,87	26,78	66,74	100
1972	6,94	8,66	11,93	14,88	6,06	7,96	24,93	31,10	80,17	100
1973	8,53	10,98	12,94	16,65	2,62	3,59	24,09	31,00	77,72	100
1974	5,66	6,62	13,88	16,23	4,99	6,45	24,53	28,69	85,51	100
1975	6,88	6,60	15,27	14,65	.	.	22,15	21,25	104,23	100
1976	6,61	6,58	17,04	16,97	.	.	23,65	23,56	100,40	100
1977	6,56	6,56	18,79	18,79	.	.	25,35	25,35	100,00	100

BSPK: Bausparkassen; V: Versicherungen; RKI: Realkreditinstitute.

Quelle: Deutsche Bundesbank = Finanzierungsrechnung = sowie dieselbe = Zahlenübersichten =.

Tabelle 23: Neuzusagen zur Finanzierung des Wohnungsbaus in der Bundesrepublik Deutschland 1955 - 1978 (in Mrd. DM sowie Marktanteile in Prozent)

Jahr	SPK		RKI		LV		SV		BSPK		Insgesamt
	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%	Mrd.DM	%	Mrd. DM
1955	1,50	25,6	2,11	35,9	0,49	8,3	0,19	3,2	1,58	26,9	5,87
1956	0,95	19,3	1,17	23,8	0,62	12,6	0,35	7,1	1,83	37,2	4,92
1957	1,09	19,7	1,46	26,4	0,61	11,0	0,24	4,3	2,14	38,6	5,54
1958	1,75	25,1	2,21	31,8	0,48	6,9	0,13	1,9	2,39	34,3	6,96
1959	2,98	30,7	2,68	27,6	0,88	9,1	0,06	0,6	3,11	32,0	9,71
1960	2,79	25,0	2,85	25,6	1,32	11,8	0,17	1,5	4,01	36,0	11,14
1961	3,13	24,1	4,32	33,2	1,08	8,3	0,21	1,6	4,27	32,8	13,01
1962	3,96	27,1	4,31	29,5	1,36	9,3	0,21	1,4	4,75	32,6	14,59
1963	3,65	24,4	3,97	26,6	1,73	11,6	0,29	1,9	5,29	35,4	14,93
1964	4,42	24,9	4,74	26,7	1,99	11,2	0,40	2,3	6,19	34,9	17,74
1965	4,50	23,9	4,42	23,5	1,74	9,2	0,36	1,9	7,82	41,5	18,84
1966	4,32	24,1	3,20	17,9	1,72	9,6	0,32	1,8	8,35	46,6	17,90
1967	4,89	25,0	4,93	25,2	1,54	7,9	0,23	1,2	8,00	40,8	19,59
1968	5,65	25,5	5,57	25,2	1,72	7,8	0,25	1,1	8,95	40,4	22,14
1969	6,18	24,7	5,50	22,0	2,06	8,2	0,26	1,0	10,99	43,9	25,02
1970	5,30	20,7	4,55	17,8	2,25	8,8	0,29	1,1	13,18	51,5	25,57
1971	7,09	21,6	9,01	27,4	2,60	7,9	.	.	14,18	43,1	32,88
1972	8,91	21,5	12,10	29,2	2,68	6,5	.	.	17,69	42,8	41,38
1973	5,50	14,6	9,63	25,6	3,01	8,0	.	.	18,51	51,8	37,65
1974	5,90	16,6	8,48	23,9	2,49	7,0	.	.	18,60	52,4	35,47
1975	8,06	20,5	8,79	22,4	2,41	6,1	.	.	20,05	51,0	39,31
1976	9,64	23,3	6,71	16,2	2,05	5,0	.	.	22,93	55,5	41,33
1977	10,95	22,7	10,83	22,5	2,07	4,3	.	.	24,30	50,5	48,15
1978	17,70	29,1	14,14	23,3	4,07	6,7	.	.	24,88	40,9	60,79

SPK: Sparkassen; RKI: Realkreditinstitute; LV: Lebensversicherungen; SV: Sozialversicherungen; BSPK: Bausparkassen.

Quelle: Zentralverband des Deutschen Baugewerbes = Jahrbuch =.

Tabelle 24: Der Aktiv-Tausch (Wertpapiere/Kredite)bei RKI, BSPK und V 1958 - 1978 (Angaben in Prozent)

Jahr	RKI[a)]	BSPK[b)]	V[c)]
1958	8,14	6,1	18,9
1959	7,58	9,1	22,1
1960	3,68	8,6	23,8
1961	3,53	7,3	24,3
1962	3,74	7,0	24,7
1963	3,57	6,4	24,7
1964	3,28	6,3	25,4
1965	3,05	6,3	25,4
1966	2,81	6,3	25,8
1967	2,67	5,8	25,7
1968	1,64	5,9	27,8
1969	1,66	5,0	28,5
1970	1,48	4,1	26,6
1971	1,53	3,8	25,9
1972	1,57	3,9	26,1
1973	1,34	3,2	25,1
1974	1,07	3,0	23,4
1975	0,97	5,1	23,7
1976	0,95	6,7	25,6
1977	1,24	6,5	27,4
1978	1,29	6,4	27,6

a) Anteile der Wertpapierbestände an den Krediten für Nichtbanken. - b) Anteile der Wertpapierbestände (Bankschuldverschreibungen, Schatzwechsel und U-Schätze) an den Kreditbeständen gegenüber Nichtbanken. - c) Anteile der Wertpapierbestände an den Vermögensanlagen.
RKI: Realkreditinstitute; BSPK: Bausparkassen; V: Versicherungen.

Quelle: Vom Verfasser errechnet nach Deutsche Bundesbank = Monatsberichte =.

LITERATURVERZEICHNIS

Ackermann, Josef: = Wirtschaftsgeschehen =
Der Einfluß des Geldes auf das reale Wirtschaftsgeschehen - eine theoretische Analyse, Veröffentlichungen der Hochschule St. Gallen für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Schriftenreihe Volkswirtschaft, Bd. 2, Bern - Frankfurt a.M. - Las Vegas 1977.

Alhadeff, David A.: = Kreditvermittler =
Kreditkontrollen und Kreditvermittler (Credit Controls and Financial Intermediaries), deutsch von Klaus Wieners, in: Geld- und Bankpolitik, Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 28, Herausgegeben von Ernst Dürr, Zweite Auflage, Köln - Berlin 1971, S. 354 - 371.

Argy, F.: = Credit Creation =
Non-Bank Financial Intermediaries and the Process of Credit Creation, The Economic Record, Melbourne, Vol. 36(1960), S. 530 - 541.

Arndt, Erich: = Ziele =
Ziele und Wege der Stabilitätspolitik und der Gestaltungsspielraum der Notenbank, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Herausgegeben von Heinz-Dietrich Ortlieb und Bruno Molitor, 13. Jg.(1968), S. 100 - 117.

Artis, J.M.: = Liquidity =
Liquidity and the Attack on Quantity Theory, Readings in British Monetary Economics, Harry G. Johnson(ed.), Oxford 1972, S. 344 - 374.

Aschheim, Joseph: = Financial Intermediaries =
Techniques of Monetary Control, Baltimore 1961, S. 121 - 134, wiederabgedruckt als: Financial Intermediaries, Monetary Theory and Policy, Edited by Richard A. Ward, Scranton (Pennsylvania) 1966, S. 382 - 391.

Aschheim, Joseph: = Uniqueness =
Commercial - Bank Uniqueness, Journal of Political Economy, Vol. 78(1970), S. 353 - 355.

Aschheim, Joseph, Tavlas, G.S.: = Ideology =
On Monetarism and Ideology, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, No. 129(1979), S. 167 - 186.

Ball, Helmut: = Bankgeschäfte =
Bankgeschäfte und Zentralbankpolitik im Lichte der neueren Kapitalmarkttheorie, Frankfurt a.M. - New York 1978.

A bank is a bank is a bank ... or is it? = Bank = The Bankers' Magazine, Vol. CCXXVII(April 1974), S. 17.

Bank of England: = Bulletin = Quarterly Bulletin, div. Jg.

Bank of England: = Financial Institutions = The Financial Institutions, Quarterly Bulletin, Vol. 5(1965), S. 132 - 155, Vol. 10(1970), S. 419 - 431, Vol. 11 (1971), S. 48 - 71, Vol. 11(1971), S. 199 - 210.

Bank of England: = Management = Monetary Management in the United Kingdom, Quarterly Bulletin, Vol. 11(1971), S. 37 - 47.

Bank of England: = Crisis = The Secondary Banking Crisis and the Bank of England's Support Operations, Quarterly Bulletin, Vol. 18(1978), S. 230 - 239.

Bank of England: = Competition = Competition and Credit Control, Articles from the Bank of England, Quarterly Bulletin 1971 - 1978, London 1979.

Baltensperger, Ernst:= Issues = Credit Rationing: Issues and Questions, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 10(1978), S. 170 - 183.

Barthel, Jürgen: = Krise = Geldpolitik in der Krise, WSI-Mitteilungen, 32. Jg.(1979), S. 165 - 175.

Basler, Hans-Peter: = Zielpräferenzen = Die wirtschaftspolitischen Zielpräferenzen der Deutschen Bundesbank. Eine empirische Analyse des Zentralbankverhaltens für die Zeit von 1958 bis 1974. Kredit und Kapital, 11. Jg.(1978), S. 84 - 108.

Bausparkasse Schwäbisch Hall, Forciertes Vertriebsnetz brachte mehr Marktanteil = Vertriebsnetz = Handelsblatt vom 21.2.1979, S. 12.

Benavie, Arthur: = Intermediaries = Intermediaries and Monetary Policy, Bureau of Business Research, Graduate School of Business Administration, The University of Michigan, Ann Arbor 1965.

Benavie, Arthur: = Model = Intermediaries in a Macroeconomic Model, The Journal of Finance, Vol. 22(1967), S. 441 - 453.

Berkmann, Neil G.: = Aggregates = The New Monetary Aggregates a Critical Appraisal, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 12(1980), S. 135 - 154.

Bloch, Ernest: = Decades =
Two Decades of Evolution of Financial Institutions and Public Policy, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 3 (1971), S. 555 - 570.

Blum, Günter H.: = Transmission =
Die Monetaristische Theorie der Transmission, Diss. Basel 1978.

Board of Governors: = Bulletin =
Federal Reserve Bulletin, div. Jg.

Board of Governors: = Review =
Monetary Policy and Economic Activity: A Postwar Review, Federal Reserve Bulletin, Vol. 53(1967), S. 691 - 712.

Board of Governors: = Nonbank =
Nonbank Thrift Institutions in 1974, Federal Reserve Bulletin, Vol. 61(1975), S. 55 - 59.

Board of Governors: = Market =
Record of Policy Actions of the Federal Open Market Committee, Meeting Held on February 4-5, 1980, Federal Reserve Bulletin, Vol. 66(1980), S. 325 - 331.

Board of Governors: = System =
The Federal Reserve System Purposes and Functions, Sixth Edition, Washington (D.C.) September 1974.

Board of Governors: = Reserve Act =
Federal Reserve Act Approved December 23, 1913, as amended through 1976, With an Appendix, compiled under the Direction of the Board of Governors of the Federal Reserve System in its legal division.

Board of Governors: = Flow =
Flow of Funds, Washington (D.C.) 1979.

Bockelmann, Horst: = Rolle =
Die Rolle der Banken in der Geldpolitik, Kredit und Kapital, 7. Jg.(1974), S. 145 - 164.

Boehne, Edward G.: = Fed Membership =
Falling Fed Membership and Eroding Monetary Control: What Can Be Done? Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review, June 1974, S. 3 - 15.

Boléat, Mark: = Banks =
Banks and Building Societies - Controls are not the Answer, The Banker, Vol. 129 (July 1979), S. 55 - 61.

Boléat, Mark: = Structure =
The Developing Structure, The Bankers' Magazine, Vol. CCXXIII(August 1979), S. 7f.

Boléat, Mark: = Building Societies =
Building Societies - im Wettbewerb um Spareinlagen mit den Banken haben sie die Nase vorn, Handelsblatt vom 18.9. 1979, S. 30.

Boorman, John T., Peterson, Manfred O.: = Instability =
Instability of Savings Flows and Mortgage Lending by Financial Intermediaries, Southern Economic Journal, Vol. 40(1973/74), S. 297 - 312.

Brainard, William C.: = Financial Intermediaries =
Financial Intermediaries and a Theory of Monetary Control, Diss. Yale 1963.

Brainard, William C.: = Control =
Financial Intermediaries and a Theory of Monetary Control, Yale Economic Essays, Vol. 4(1964), S. 431 - 482.

Braun, Karlpeter: = Stellung =
Die Stellung der Notenbank, Das Verhältnis zwischen Regierung und Notenbank in der Bundesrepublik Deutschland und in den Vereinigten Staaten von Amerika, Diss. Tübingen 1969.

Breach, Andrew: = No =
No - to Government Control, The Bankers' Magazine, Vol. CCXXIII(August 1979), S. 16.

Brestel, Heinz: = Oktobersturm =
Der Oktobersturm auf der Wall Street, Wie vor 50 Jahren die größte Börse der Welt zusammenbrach, Frankfurter Allgemeine Zeitung, D-Ausgabe, vom 20.10. 1979, S. 15.

Breuer, Hans-Jürgen: = Bedeutung =
Die Bedeutung unterschiedlicher Geld- und Wirtschaftsordnungen in den USA und in der Bundesrepublik Deutschland für die monetaristische Theorie, Zusammenfassender Schlußbericht eines Forschungsberichts des Instituts für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Freiburg, Mitteilungen Nr. 11, März 1980, S. 19 - 22.

Brill, Daniel H., Ulrey, Ann P.: = Role =
The Role of Financial Intermediaries in US Capital Markets, Federal Reserve Bulletin, Vol. 53(1967), S. 18 - 31.

Britische Banken, Probe mit flexibleren Schalterstunden = Probe = Handelsblatt vom 16./17.2.1979, S. 9.

Brunner, Karl: = Cognitive Quality =
'Assumptions' and the Cognitive Quality of Theories, Synthese, Vol. 20(1969), S. 501 - 525.

Brunner, Karl: = Monetarist Revolution =
The "Monetarist Revolution" in Monetary Theory, Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 105(1970), S. 1 - 29.

Brunner, Karl: = Neuformulierung =
Eine Neuformulierung der Quantitätstheorie des Geldes, Die Theorie der relativen Preise, des Geldes, des Outputs und der Beschäftigung, Kredit und Kapital, 3. Jg. (1970), S. 1 - 30.

Brunner, Karl: = Yale =
"Yale" and "Money", The Journal of Finance, Vol. 26(1971), S. 165 - 174.

Brunner, Karl: = Survey =
A Survey of Selected Issues in Monetary Theory, Schweizer Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 107. Jg.(1971), S. 1ff.

Brunner, Karl: = Exposition =
A Diagrammatic Exposition of the Money Supply Process, Schweizer Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 109. Jg.(1973), S. 481 - 533.

Brunner, Karl: = Kreditmarkttheorie =
Zwei alternative Theorien des Geldangebotsprozesses: Geldmarkt-versus Kreditmarkttheorie (Two Alternative Theories of the Money Supply Process: The Money Market Theory Versus the Credit Market Theory), deutsch von Sabine Neumann, in: Geldtheorie, Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 64, Herausgegeben von Karl Brunner, Hans G. Monissen, Manfred J.M. Neumann, Köln 1974, S. 114 - 148.

Brunner, Karl: = Rolle =
Die Rolle des Geldes und der Geldpolitik (The Role of Money and Monetary Policy), deutsch von Sabine Neumann, in: Geldtheorie, Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 64, Herausgegeben von Karl Brunner, Hans G. Monissen, Manfred J.M. Neumann, Köln 1974, S. 332 - 359.

Brunner, Karl: = Monetary Growth =
Monetary Growth and Monetary Policy, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, No. 111(1974), S. 271 - 293.

Brunner, Karl: = Probleme =
Probleme der post - keynesianischen Geldtheorie. Ein Beitrag zu der von Thomas Mayer eröffneten Diskussion (Issues of Post - Keynesian Monetary Analysis - A Contribution to the Discussion Opened by Professor Thomas Mayer), deutsch von Norbert Euba, in: Die Monetarismus - Kontroverse. Eine Zwischenbilanz, Bei-

hefte zu Kredit und Kapital, Heft 4, Herausgegeben von Werner Ehrlicher, Wolf - Dieter Becker, Berlin 1978, S. 67 - 97.

Brunner, Karl, Meltzer, Allan H.: = Financial Intermediaries = The Place of Financial Intermediaries in the Transmission of Monetary Policy, The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 53(1963), S. 372 - 382.

Brunner, Karl, Meltzer, Allan H.: = Investigations = Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money, The Journal of Finance, Vol. 19(1964), S. 240 - 283.

Brunner, Karl, Meltzer, Allan H.: = Liquidity Traps = Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates, Journal of Political Economy, Vol. 76(1968), S. 1 - 37.

Brunner, Karl, Meltzer, Allan H.: = Money = Money, Debt, and Economic Activity, Journal of Political Economy, Vol. 80(1972), S. 951 - 977.

Brunner, Karl, Meltzer, Allan H.: = Rahmen = Ein monetaristischer Rahmen für die aggregative Analyse (A Monetarist Framework for Aggregative Analysis), deutsch von Wolfgang Fautz, in: Geldtheorie, Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 64, Herausgegeben von Karl Brunner, Hans G. Monissen, Manfred J.M. Neumann, Köln 1974, S. 235 - 266.

Brunner, Karl, Meltzer, Allan H.: = Aggregative = An Aggregative Theory for a Closed Economy, Monetarism, Jerome L. Stein (ed.), Amsterdam - New York - Oxford 1976, S. 69 - 103.

Brunner, Karl, Meltzer, Allan H.: = Monetarism = Monetarism: The Principle Issues, Areas of Agreement and the Work Remaining, Monetarism, Jerome L. Stein (ed.), Amsterdam - New York - Oxford 1976, S. 150 - 182.

Bühler, Hans-Dieter: = Bausparkassen = Die Savings and Loan Associations, unter besonderer Berücksichtigung ihres Vergleichs mit den Bausparkassen, Diss. Mannheim 1965.

The Building Societies Association: = Affairs = Building Society Affairs, London, div.Jg.

The Building Societies Association: = Finance = Housing Finance in Europe, Building Society Affairs, Number 99, September 1979, ohne Seitenangaben.

The Building Societies Association: = Rates = The Ups and Downs of Interest Rates, Building Society Affairs, Number 100, December 1979, ohne Seitenangaben.

The Building Societies Association: = Bulletin = Bulletin, London, div. Jg.

The Building Societies Association: = Bulletin Jan. 1979 = Bulletin, No. 17, January 1979.

The Building Societies Association: = Bulletin Oct. 1979 = Bulletin, No. 20, October 1979.

The Building Societies Association: = Bulletin Jan. 1980 = Bulletin, No. 21, January 1980.

The Building Societies Association: = Bulletin July 1980 = Bulletin, No. 23, July 1980.

The Building Societies Association: = 1979 = Building Societies in 1979, London 1980.

Bundesbank wünscht keine DM-Einlagenbriefe in USA, DG Bank wurde von Frankfurt zurückgepfiffen = Bank = Handelsblatt vom 6.6.1978, S. 9.

Bundesregierung: Bausparen verstetigt die Wohnungsbaukonjunktur = Bausparen = Handelsblatt vom 19.12. 1979, S. 9.

Bundesverband Deutscher Investment - Gesellschaften e.V.: = Investment = Investment, div. Jg.

Büschgen, Hans E.: = Struktur = Struktur des Bankensystems und Geldpolitik, Kredit und Kapital, 4. Jg.(1971), S. 421 - 452.

Cagan, Phillip, Schwartz, Anna J.: = Money Substitutes = Has the Growth of Money Substitutes Hindered Monetary Policy? Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 7(1975), S. 137 - 159.

Cargill, Thomas F.: = Money = Money, the Financial System and Monetary Policy, Englewood Cliffs (N.J.) 1979.

Carter, H., Partington, J.: = Finance = Applied Economics in Banking and Finance, Oxford - New York 1979.

Central Statistical Office: = Statistics = Financial Statistics, A Publication of the Government Statistical Service, London, div. Jg.

Chick, Victoria: = Theory = The Theory of Monetary Policy, Revised Edition, Oxford 1977.

Chick, Victoria: = Unresolved Questions = Unresolved Questions in Monetary Theory: A Critical View, De Economist, Vol. 126 (1978), S. 37 - 60.

Claassen, Emil M.: = Zinsstruktur = Die Liquiditätstheorie der Zinsstruktur, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 177(1965), S. 201 - 240.

Claassen, Emil M.: = Probleme =
Probleme der Geldtheorie, Berlin - Heidelberg - New York 1970.

Clark, Robert C.: = Taxation =
The Federal Income Taxation of Financial Intermediaries, The Yale Law Journal, Vol. 84(1975), S. 1603 - 1682.

Clayton, Garry: = Financial Intermediaries =
British Financial Intermediaries in Theory and Practice, The Economic Journal, Vol. 72(1962), S. 869 - 886.

Coghlan, Richard T.: = Bank Competition =
Bank Competition and Bank Size, The Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 43(1975), S. 173 - 197.

Coghlan, Richard T.: = New View =
Analysis within the "New View", Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 9 (1977), S. 410 - 427.

Commerzbank Ag.: = Wer =
Wer gehört zu wem A Guide to Capital Links in West German Companies, 13. und erweiterte Auflage, o.O. 1979.

Committee of London Clearing Bankers: = Banks =
The London Clearing Banks Evidence by the Committee of London Clearing Bankers to the Committee to Review the Functioning of Financial Institutions, London 1977.

Committee on the Working of the Monetary System.Report: = Report =
Presented to Parliament by the Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty, London August 1959.

Congdon, Tim: = Control =
Building Societies are already within the Framework of Monetary Control, The Building Societies' Gazette, April 1979, S. 358 - 360.

Congdon, Tim: = Monetary Control =
Monetary Control, The Bankers' Magazine, Vol. CCXXIII(August 1979), S. 11f.

Corry, B.: = History =
Keynes in the History of Economic Thought: Some Reflections, Keynes and Laissez-Faire.The Third Keynes Seminar held at the University of Kent at Canterburry 1976, Edited by A.P. Thirlwall, London - Basingstoke 1978, S. 3 - 34.

Cox, Albert H.: = Regulation =
Regulation of Interest on Deposits: An Historical Review, The Journal of Finance, Vol. 22(1967), S. 274 - 296.

Cramp, A.B.: = Two Views =
Two Views on Money, Lloyds Bank Review, Vol. 65(July 1962), S. 1 - 15.

Credit Union National Association, Inc.: = Yearbook =
Yearbook, Madison(Wisconsin), div. Jg.

Credit Union National Association, Inc.: = Yearbook 1976 =
Yearbook 1976, Madison(Wisconsin).

Crockett, Andrew: = Money =
Money Theory, Policy, and Institutions, Second Edition, Sunbury-on-Thames, Middlesex 1979.

Culbertson, John M.: = Intermediaries =
Intermediaries and Monetary Theory: A Criticism of the Gurley-Shaw Theory, The American Economic Review, Vol. 48(1958), S. 119 - 131.

Darlehen von der Lebensversicherung - Vorschuß = Darlehen =
Capital, Das deutsche Wirtschaftsmagazin, 17. Jg.(Heft 12/1978), S. 368 - 370.

Davidson, Paul: = World =
Money and the Real World, New York 1978.

Deak, Nicholas L.: = Mechanismus =
Mechanismus der Bankenaufsicht in den Vereinigten Staaten, Österreichisches Bank - Archiv, 25. Jg.(1977), S. 34 - 46.

Degner, Joachim: = Aspekte =
Konjunktur - und wohnungspolitische Aspekte des Bausparens, Der Volks- und Betriebswirt, 48. Jg.(10/1978), S. 13f.

Deutsche Bundesbank: = Finanzierungsrechnung =
Zahlenübersichten und methodische Erläuterungen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank, 1950 bis 1974, Sonderdrucke, Mai 1975.

Deutsche Bundesbank: = Institutionen =
Die währungspolitischen Institutionen und Instrumente in der Bundesrepublik Deutschland, 2. überarbeitete Auflage des Kapitels "Bundesrepublik Deutschland" der von der EWG herausgegebenen Studie "Die Währungspolitik in den Ländern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft - Institutionen und Instrumente", Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, 1. Juni 1975.

Deutsche Bundesbank: = Verzeichnis =
Verzeichnis der Kreditinstitute und ihrer Verbände sowie der Treuhänder für Kreditinstitute in der Bundesrepublik Deutschland und in Berlin(West), Vordruck 1035, Abgeschlossen am 31. März 1976.

Deutsche Bundesbank: = Zahlenübersichten =
Zahlenübersichten und methodische Erläuterungen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank, 1960 bis 1977, Sonderdrucke Nr. 4, 3. Auflage Juni 1978.

Deutsche Bundesbank: = Monatsberichte =
Monatsberichte, div. Jg.

Deutsche Bundesbank: = Monatsbericht Apr. 1970 =
Monatsberichte, 22. Jg.(April 1970).

Deutsche Bundesbank: = Monatsbericht Jan. 1972 =
Monatsberichte, 24. Jg.(Januar 1972).

Deutsche Bundesbank: = Monatsbericht Jan. 1975 =
Monatsberichte, 27. Jg.(Januar 1975).

Deutsche Bundesbank: = Monatsbericht Mai 1975 =
Monatsberichte, 27. Jg.(Mai 1975).

Deutsche Bundesbank: = Monatsbericht Aug. 1975 =
Monatsberichte, 27. Jg.(August 1975).

Deutsche Bundesbank: = Monatsbericht Apr. 1978 =
Monatsberichte, 30. Jg.(April 1978).

Deutsche Bundesbank: = Monatsbericht Aug. 1979 =
Monatsberichte, 31. Jg.(August 1979).

Deutsche Bundesbank: = Monatsbericht Mai 1980 =
Monatsberichte, 32. Jg.(Mai 1980).

Deutsche Bundesbank: = Monatsbericht Sept. 1980 =
Monatsberichte, 32. Jg.(September 1980).

Deutsche Bundesbank: = Geschäftsbericht 1972 =
Geschäftsbericht für das Jahr 1972.

Deutsche Bundesbank: = Geschäftsbericht 1977 =
Geschäftsbericht für das Jahr 1977.

Dickertmann, Dietrich/Hansmeyer, Karl-Heinrich: = Streit =
Die Bundesbank im Streit der politischen Interessen, Wirtschaftsdienst, 53. Jg. (1973), S. 579 - 584.

Dickertmann, Dietrich/Siedenberg, Axel: = Instrumentarium =
Instrumentarium der Geldpolitik, 3. neubearbeitete und erweiterte Auflage, Düsseldorf 1979.

Dieckheuer, Gustav: = Wirkung =
Wirkung und Wirkungsprozeß der Geldpolitik.Eine mikro- und makroökonomische Untersuchung, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Bd. 77, Herausgegeben von Fritz Voigt, Berlin 1975.

Diller, Stanley: = Credit Allocation =
Credit Allocation an Exercise in the Futility of Controls: A Study Prepared by Citibank's Economics Department, Citibank, New York 1976.

Dormanns, Albert: = System =
Die amerikanischen Banken - das System und die derzeitigen Reformbestrebungen - 1. Teil, Bank-Betrieb, 16. Jg.(1976), S. 191 - 196, 2. Teil, S. 241 - 245.

Dormanns, Albert: = Universalbanktendenzen =
Der Universalbankcharakter der Banken des Auslandes, Die Bank, Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis, September 1978, S. 424 - 431.

Dormanns, Albert: = Banking Act =
Britische Banken unter dem Banking Act 1979, Die Bank, Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis, September 1979, S. 435 - 437.

Dorrance, Graeme S.: = Financial Analysis =
National Monetary and Financial Analysis, New York 1979.

Duesenberry, James S:= Alternatives =
Alternatives to Monetary Policy, The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 64(1974), S. 105 - 111.

Dürr, Ernst: = Ausgestaltung =
Die Ausgestaltung der Geldpolitik aufgrund der neueren geldtheoretischen Erkenntnisse und wirtschaftspolitischen Erfahrungen, in: Geldtheorie und Geldpolitik, Günter Schmölders zum 65. Geburtstag, Herausgegeben von C.A. Andrae, K.H. Hansmeyer, G. Scherhorn, Berlin 1968, S. 77 - 94.

Dürr, Ernst: = Wirkungsverzögerung =
Die Wirkungsverzögerung der Notenbankpolitik, in: Geld, Kapital und Kredit, Festschrift zum siebzigsten Geburtstag von Heinrich Rittershausen, Herausgegeben von Hans E. Büschgen, Stuttgart 1968, S. 99 - 109.

Duwendag, Dieter: = Bundesbank =
Geldpolitik III "Die Bundesbank betreibt keine theorielose Politik", Wirtschaftswoche vom 14.1.1972, S. 29 - 33.

Duwendag, Dieter: = Geldpolitik =
Die neue Geldpolitik der Deutschen Bundesbank: Interpretation und kritische Anmerkungen, Konjunkturpolitik, 22. Jg. (1976), S. 265 - 306.

Duwendag, Dieter: = Staatsverschuldung =
Staatsverschuldung und Zentralbankgeldmengensteuerung, Das Wirtschaftsstudium, 7. Jg.(1978), Teil I,S. 132ff., Teil II, S. 184ff.

Duwendag, Dieter: = Ansätze =
Alternative Ansätze der Geldmengensteuerung, in: Probleme der Geldmengensteuerung, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Bd. 99, Herausgegeben von Werner Ehrlicher und Alois Oberhauser, Berlin 1978, S. 49 - 93.

Ebel, Jörg: = Financial Intermediaries =
Ein Beitrag zur Einbeziehung der Financial Intermediaries in ein makroökonomisches Modell, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 127(1971), S. 27 - 49.

Edwards, Franklin R.:= Money =
More on Substitutability between Money and Near-Monies, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 9(1972), S. 551 - 571.

Engels, Wolfram: = Notenbanktechnik =
Notenbanktechnik Instrumente und Verfahren der monetären Stabilitätspolitik, Frankfurt a.M. - New York 1979.

Ettin, Edward C.: = Note =
A Note on the Growth of Nonbank Financial Intermediaries and Interest Rate Determination, Quarterly Journal of Economics, Vol. 78(1964), S. 649 - 652.

Ettin, Edward C.: = Financial Intermediaries =
The Development of American Financial Intermediaries, Monetary Economics: Readings edited by Allan D. Entine, Belmont(California) 1968, S. 57 - 75.

Fand, David I.: = Intermediary Claims =
Intermediary Claims and the Adequacy of Our Monetary Controls; Banking and Monetary Studies, Deane Carson (ed.), Homewood (Illinois)1963, S. 234 - 253.

Fand, David I.: = Inflation =
Keynesian Monetary Theories, Stabilization Policy, and the Recent Inflation, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 1(1969), S. 556 - 587.

Fand, David I.: = Viability =
The Viability of Thrift Intermediaries as Financial Intermediaries, Banca Nazionale del Lavoro, No. 106(1973), S. 235 - 268.

Fehler in der US-Geldstatistik, Glaubwürdigkeit der Daten ist schwer erschüttert = Daten = Handelsblatt vom 31.10.1979, S. 10.

Feige, Edgar L., Pearce, Douglas K.: = Survey =
The Substitutability of Money and Near-Monies: A Survey of the Time-Series Evidence, Journal of Economic Literature, Vol. 15(1977), S. 439 - 469.

Fienhold, Manfred: = Milliarden =
Investmentfonds. Geparkte Milliarden, Handelsblatt vom 27.8.1979, S. 6.

Financial Crisis Institutions and Markets in a Fragile Environment: = Crisis =
Edited by Edward I. Altman and Arnold W. Sametz, Foreword by Henry Kaufman, New York - London - Sydney - Toronto 1977.

Fisher, Douglas: = Monetary Theory =
Monetary Theory and the Demand for Money Mathematical Appendices by Jeffrey I. Bernstein, New York 1978.

Flesch, Johann R.: = Struktur =
Struktur des Bankensystems und Geldpolitik, Göttingen 1978.

Foot, M.D.K.W., Goodhart, C.A.E., Hotson, A.C.: = Control =
Monetary Base Control, Bank of England, Quarterly Bulletin, Vol. 19(1979), S. 149 - 159.

Förterer, Jürgen: = Vorschläge =
Die stabilitätspolitischen Vorschläge Milton Friedmans Wissenschaft im Spannungsfeld von Werturteil und Theorie, Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung Bd. 19, Berlin 1979.

Franke, Hartmut: = Bankensystem =
Das Bankensystem, Diss. Mainz 1974.

Friedman, Milton: = Methodology =
The Methodology of Positive Economics, in: derselbe, Essays in Positive Economics, Chicago - London 1953, S. 3 - 43.

Friedman, Milton: = Theory =
A Theory of the Consumption Function, Princeton (N.J.) 1957.

Friedman, Milton: = Demand =
The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results, Journal of Political Economy, Vol. 67(1959), S. 327 - 351.

Friedman, Milton: = Trends =
Postwar Trends in Monetary Theory and Policy, The National Banking Review, Vol. 2(1964), S. 1 - 10.

Friedman, Milton: = Value Judgements =
Value Judgements in Economics; Human Values and Economic Policy, S. Hook(ed.), New York 1967, S. 85 - 93.

Friedman, Milton: = Economists =
Why Economists Disagree, in: derselbe, Dollars and Deficits, Englewood Cliffs (N.J.) 1968, S. 1 - 16.

Friedman, Milton: = Quantity Theory =
The Quantity Theory of Money: A Restatement, in: derselbe, The Optimum Quantity of Money and Other Essays, London 1969, S. 50 - 67.

Friedman, Milton: = Monetary Studies =
The Monetary Studies of the National Bureau, in: derselbe, The Optimum Quantity of Money and Other Essays, London 1969, S. 261 - 284.

Friedman, Milton: = Controls =
Controls on Interest Rates Paid by Banks, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 2(1970), S. 15 - 32.

Friedman, Milton: = Gegenrevolution =
Die Gegenrevolution in der Geldtheorie (The Counter-Revolution in Monetary Theory), deutsch von Sabine Neumann, in: Der neue Monetarismus, Herausgegeben von Peter Kalmbach, München 1973, S. 47 - 69.

Friedman, Milton: = Buiter =
Comments on Tobin and Buiter, Monetarism, Jerome L. Stein (ed.), Amsterdam - New York - Oxford 1976, S. 310 - 317.

Friedman, Milton: = Framework =
A Theoretical Framework for Monetary Analysis, Milton Friedman's Monetary Framework, Edited by Robert J. Gordon, Second Impression, Chicago - London 1977, S. 1 - 89.

Friedman, Milton: = Comments =
Comments on the Critics; Milton Friedman's Monetary Framework, Edited by Robert J. Gordon, Second Impression, Chicago - London 1977, S. 132 - 177.

Friedman, Milton: = Watchers =
Money Watchers Beware, Newsweek, The International Newsmagazine, vom 30.10.1978, S. 62.

Friedman, Milton, Schwartz, Anna J.: = History =
A Monetary History of the United States 1867 - 1960, A Study by the National Bureau of Economic Research, New York - Princeton 1963.

Friedman, Milton, Schwartz, Anna J.: = Business Cycles =
Money and Business Cycles, Review of Economics and Statistics, Vol. 45(1963) Supplement.

Friend, Irwin: = Effects =
The Effects of Monetary Policies on Nonmonetary Financial Institutions and Capital Markets, Private Capital Markets, A Series of Research Studies Prepared

for the Commission of Money and Credit, Edited by Irwin Friend, Hyman P. Minsky, Victor L. Andrews, Second Printing, Englewood Cliffs (N.J.) August 1964, S. 1 - 116.

Fuhrmann, Wilfried: = Vermögenscharakter = Vom Vermögenscharakter des Geldes, Schweizer Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 114. Jg.(1978), S. 185 - 198.

Galbraith, J.A.: = Nonbank Financial Intermediaries = Monetary Policy and Nonbank Financial Intermediaries, The National Banking Review, Vol. 3(1966), S. 53 - 60.

Gaskin, Maxwell: = Mechanism = Liquidity and the Monetary Mechanism, Oxford Economic Papers, Vol. 12(1960), S. 274 - 293.

Geigant, Friedrich: = Gesetz = Das "Gesetz vom Krug der Witwe", Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 7. Jg.(1978), S. 540 - 542.

Geldtheorie: = Geldtheorie = Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 64, Herausgegeben von Karl Brunner, Hans G. Monissen, Manfred J.M. Neumann, Köln 1974.

Geldtheorie und Geldpolitik: = Kompendium = Eine problemorientierte Einführung mit einem Kompendium bankstatistischer Fachbegriffe, Vorwort von Bundesbankpräsident Karl Klasen, Reihe: Problemorientierte Einführungen, Bd. 1, Herausgegeben von Diethard B. Simmert, Autoren: Dieter Duwendag, Karl-Heinz Ketterer, u.a., Köln 1974.

Gibson, Norman J.: = Financial Intermediaries = Financial Intermediaries and Monetary Policy, Second Edition, The Institute of Economic Affairs, London 1970.

Gibson, William E.: = Thrift Institutions = Deposit Demand "Hot Money" and the Viability of Thrift Institutions, Economic Activity, Vol. 18(1975), S. 593 - 636.

Gies, Thomas G., Mayer, Thomas, Ettin, Edward C.: = Portfolio Regulations = Portfolio Regulations and Policies of Financial Intermediaries; Private Financial Institutions, Commission on Money and Credit, Englewood Cliffs (N.J.) 1963, S. 157 - 263.

Glöggler, Axel: = Liquiditätstheorie =
Die Liquiditätstheorie des Geldes, Ein empirischer Test für die Bundesrepublik Deutschland, Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Bd. 19, Herausgegeben von Egon Tuchtfeldt, 1. Auflage, Freiburg/Breisgau 1972.

Goedecke, Wolfgang, Kerl, Volkher: = Hypothekenbanken =
Die Hypothekenbanken, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse Bd. 12, Herausgegeben von Ph. Möhring und Heinrich Rittershausen, Zweite, völlig neu bearbeitete Auflage, Frankfurt a.M. 1974.

Goldsmith, Raymond W.: = Share =
The Share of Financial Intermediaries in National Wealth and National Assets, 1900 - 1949; Studies in Capital Formation and Financing, Occasional Paper 42, National Bureau of Economic Research, New York 1954.

Goldsmith, Raymond W.: = Financial Intermediaries =
Financial Intermediaries in the American Economy since 1900, A Study by the National Bureau of Economic Research, Studies in Capital Formation and Financing, 3, Princeton 1958.

Goldsmith, Raymond W.: = Institutions =
Financial Institutions, New York 1968.

Goldsmith, Raymond W.: = Financial Structure =
Financial Structure and Development, New Haven - London 1969.

Goldsmith, Raymond W.: = Reflections =
Some Reflections on the Past, Present and Future of Financial Institutions; Current Problems of Financial Intermediaries, Edited by P. Frantzen, Rotterdam 1975, S. 77 - 99.

Goodhart, C.A.E.: = Money =
Money, Information and Uncertainty, London - Basingstoke 1975.

Gordon, Scott: = Inquiries =
Two Monetary Inquiries in Great Britain The MacMillan Committee of 1931 and the Radcliffe Committee of 1959, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 4(1972), S. 957 - 977.

Gowland, David: = Control =
Monetary Policy and Credit Control. The UK Experience, London 1978.

Gramley, Lyle E., Chase, Samuel B.Jr.: = Time Deposits =
Time Deposits in Monetary Analysis, Federal Reserve Bulletin, Vol. 51(1965), S. 1380 - 1406.

Grebler, Leo: = Future =
The Future of Thrift Institutions: A Study of Diversification versus Specialization, Danville(Illinois): Joint Savings and Loan - Mutual Savings Bank Exchange Groups, June 1969.

Grebler, Leo: = Studie =
Amerikanische Wohnungsfinanzierung - Versuch einer vergleichenden Studie -, Kredit und Kapital, 4. Jg.(1971), S. 453 - 480.

Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft - Bericht der Studienkommision: = Bericht =
Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen, Heft 28, Bonn 1979.

Grunwald, Jorg-Günther: = Struktur =
Die Struktur der deutschen Kreditwirtschaft, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 8. Jg.(1979), S. 124 - 128.

Guenther, Harry: = Banking =
Banking in the United States, Edited by the Banker Research Unit, Financial Times, London o.J.

Gup, Benton E.: = Financial Intermediaries =
Financial Intermediaries an Introduction, Boston etc. 1976.

Gurley, John G., Shaw, Edward S.: = Financial Aspects =
Financial Aspects of Economic Development, The American Economic Review, Vol. 45 (1955), S. 515 - 538.

Gurley, John G., Shaw, Edward S.: = Financial Intermediaries =
Financial Intermediaries and the Saving - Investment Process, The Journal of Finance, Vol. 11(1956), S. 257 - 276.

Gurley, John G., Shaw, Edward S.: = Money =
Money in a Theory of Finance with a Mathematical Appendix by Alain C. Enthoven, Seventh Printing, Washington (D. C.) October 1971.

Guttentag, Jack M., Lindsay, Robert: = Uniqueness =
The Uniqueness of Commercial Banks, Journal of Political Economy, Vol. 76 (1968), S. 991 - 1014.

Haberler, Gottfried: = Prosperity =
Prosperity and Depression, Genf 1941.

Hafer, R.W.: = New =
The New Monetary Aggregates, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 62 (1980), No. 2, S. 25 - 32.

Hamburger, Michael J.: = Fed =
Has the Fed Become Monetarist? The Banker, Vol. 130(August 1980), S. 17 - 20.

Harrington, John J. Jr.: = Investigation = An Investigation of the Effects of Disintermediation and Reintermediation upon the Deposit Growth and Mortgage Holdings of Mutual Savings Banks and Savings and Loan Associations, 1952 - 1972, New York University, Graduate School of Business Administration, Ph.D., 1977.

Harrington, Richard L.: = Competition = The Importance of Competition for Credit Control; Issues in Monetary Economics, Proceedings of the 1972 Money Study Group Conference, Edited by Harry G. Johnson, A.R. Nobay, Oxford 1974, S. 548 - 566.

Häuser, Karl: = Kapitalmarkt = Aufgaben und Struktur des Kapitalmarktes, Der Langfristige Kredit, 31. Jg.(Januar 1980), S. 4 - 7.

Heggestad, Arnold A.: = Regulation = Public Regulation of Financial Services: Costs and Benefits to Consumers a Bibliography, Boulder (Colorado) 1977.

Hein, Manfred: = Großbritannien = Struktur ausländischer Bankensysteme: Großbritannien, Schriftenreihe des Instituts für Banken und Industrie, Geld und Kredit, der FU Berlin, Heft 1, Herausgegeben von Manfred Hein, 3. völlig neu bearbeitete und stark erweiterte Auflage, Frankfurt a.M. 1977.

Helmstädter, Ernst, Neumann, Manfred J. M.: = Bericht = Bericht über die Diskussion, in: Grundfragen der Stabilitätspolitik, Schriftenreihe des wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Bd. 3, Herausgegeben von Bernd Gahlen, Hans K. Schneider, Tübingen 1974, S. 241 - 246.

Hendershott, Patric H., Villani, Kevin E.: = Regulation = Regulation and Reform of the Housing Finance System, AEI Studies in Government Regulation, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington (D.C.) 1977.

Henning, Charles N., Pigott, William, Scott, Robert H.: = Economy = Financial Markets and the Economy, Second Edition, Englewood Cliffs(N.J.) 1978.

Herms, Walter: = Mindestreserveverpflichtung = Mindestreserveverpflichtung für Bausparkassen und Investmentfonds? "Eine geldwirtschaftliche Lenkung kann nicht von einem einzelnen Indikator abhängig gemacht werden", Frankfurter Allgemeine Zeitung, D-Ausgabe, vom 22.9.1973, S. 10.

Hester, Donald D.: = Disintermediation =
Financial Disintermediation and Policy, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 1(1969), S. 600 - 617.

Hew, Florian: = Entwicklungstendenzen =
Entwicklungstendenzen im amerikanischen Bankensystem, Diss. Zürich 1976.

Hicks, John R.: = Suggestion =
A Suggestion for Simplifying the Theory of Money(Original: 1935), wiederabgedruckt in: derselbe,Critical Essays in Monetary Theory, Oxford 1979, S. 61 - 82.

Hicks, John R.: = Mr. Keynes =
Mr. Keynes and the "Classics"(Original: 1937), wiederabgedruck in: derselbe, Critical Essays in Monetary Theory, Oxford 1979, S. 126 - 142.

Hogan, Warren P.: = Financial Intermediaries =
Monetary Policy and Financial Intermediaries, The Economic Record, Melbourne, Vol. 36(1960), S. 517 - 529.

Hurley, Evelyne M.: = Survey 1975 =
Survey of Finance Companies 1975, Federal Reserve Bulletin, Vol. 62(1976), S. 197 - 207.

Jaeger, Gerd: = Entwicklung =
Entwicklung der sekundären Finanzierungsinstitute in der Bundesrepublik Deutschland und ihre Bedeutung für die Zentralbankpolitik, Kieler Studien 89, Forschungsberichte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Herausgegeben von Erich Schneider, Tübingen 1968.

Jaffee, Dwight M.: = Structure =
The Structure of Models of Financial Intermediation, University of Essex, Department of Economics, Discussion Paper 36, October 1970.

Jarchow, Hans-Joachim: = Geldtheorie =
Theorie und Politik des Geldes, I. Geldtheorie, 4., veränderte und erweiterte Auflage, Göttingen 1978.

Johnson, Christopher: = Banks =
Banks and Building Societies - When Is Competition Unfair? The Banker, Vol. 129(July 1979), S. 49 - 55.

Johnson, Harry G.: = Inside Money =
Inside Money, Outside Money, Income, Wealth and Welfare in Monetary Theory, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 1(1969), S. 30 - 45.

Johnson, Harry G.: = Comment =
A Comment on Pesek and Saving's Theory of Money and Wealth, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 1(1969), S. 535 - 537.

Johnson, Harry G.: = Developments =
Rezent Developments in Monetary Theory - A Commentary, Money in Britain 1959-1969, David Croome and Harry G. Johnson(ed.), London 1970, S. 83 - 114. Zitiert nach: Johnson, Harry G.: Selected Essays in Monetary Economics, London - Boston - Sydney 1978, S. 181 - 209.

Johnson, Harry G.: = Revolution =
The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter - Revolution, The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 61(1971), S. 1 - 14. Zitiert nach:Johnson, Harry G.: Selected Essays in Monetary Economics, London - Boston - Sydney 1978, S. 210 - 229.

Johnson, Harry G.: = Financial Intermediaries =
Macroeconomics and Monetary Theory, Oxford 1978(Reprint).

Jurgeleit, Wolf-Dieter: = Investmentsparer =
Verhält sich der Investmentsparer prozyklisch? Sparkasse, 87. Jg.(1970), S. 347 - 350.

Kalmbach, Peter: = Monetarismus =
Einleitung: Der neue Monetarismus, in: Der neue Monetarismus, Herausgegeben von Peter Kalmbach, München 1973, S. 9 - 46.

Kane, Edward J.: = Regulation =
Getting along without Regulation Q: Testing the Standard View of Deposit-Rate Competition during the "Wild Card Experience", The Journal of Finance, Vol. 33(1978), S. 921 - 932.

Kath, Dietmar: = Grundlagen =
Die theoretischen Grundlagen geldpolitischer Steuerungskonzepte, in: Die theoretischen Grundlagen geldpolitischer Steuerungskonzepte, Festschrift für Fritz Voigt zur Vollendung des 65. Lebensjahres, Herausgegeben von Sigurd Klatt, Manfred Willms, Berlin 1975, S. 341 - 363.

Kath, Dietmar, Euba, Norbert: = Portfoliotheorie =
Die makroökonomische Portfoliotheorie, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 4. Jg.(1975), S. 458 - 464.

Kaufman, George G.: = Proposal =
A Proposal for Eliminating Interest-Rate Ceilings on Thrift Institutions.A Comment, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 4(1972), S. 735 - 743.

Keller, Peter M.: = Credit =
Controlling Fluctuations in Credit, IMF Staff Papers, Vol. 24(1977), S. 128 - 153.

Ketterer, Karl-Heinz:= Geldbasis =
Zwischen Geldbasis und Kreditstopp - Ansatzpunkte für eine "optimale" Ausgestaltung der Geld- und Kreditpolitik, in: Macht und Ohnmacht der Bundesbank, Herausgegeben von Dieter Duwendag, Frankfurt 1973, S. 186 - 212.

Ketterer, Karl-Heinz:= Probleme =
Probleme der Neoquantitätstheorie und der Geldmengenpolitik, Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Bd. 13, Berlin 1975.

Ketterer, Karl-Heinz:= Börse =
"Klingelzeichen" zum Ein- und Aussteigen an der Börse? Ifo - Schnelldienst, Nr. 25/1975, S. 7 - 11.

Ketterer, Karl-Heinz:= Wirkungen =
Deutliche Wirkungen der expansiven Bundesbankpolitik, Ifo - Schnelldienst, Nr. 3/1976, S. 3 - 10.

Keynes, John M.: = Hicks =
Brief an Hicks vom 31.3.1937, in: The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, Edited by Elizabeth S. Johnson, Donald Moggridge, London 1973, S. 79 - 81.

Keynes, John N.: = Scope =
The Scope and Method of Political Economy, 4. Auflage, London 1917.

Kilroy, Bernard: = Finance =
Housing Finance - Why so Privileged? Lloyds Bank Review, July 1979, S. 37 - 52.

Kimball, Ralph C.: = States =
States as Financial Intermediaries, New England Economic Review, Jan./Feb. 1976, S. 17 - 29.

Klein, Michael A.: = Membership Problem =
The Membership Problem of the Federal Reserve-An Alternative Proposal, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 12 (1980), S. 17 - 29.

Kleps, Karlheinz: = Inflation =
Inflation und Sparen. Eine theoretische, statistisch-empirische und wirtschaftspolitische Untersuchung, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Bd. 101, Herausgegeben von Fritz Voigt, Berlin 1979.

Kloten, Norbert: = Perspektiven =
Perspektiven der deutschen Wirtschafts- und Währungspolitik "Umweltbedingungen" auch für Bausparkassen, Vortrag gehalten vor dem Beamtenheimstättenwerk in Braunlage/Harz am 30. Oktober 1978, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 83, vom 1.11.1978, S. 4 - 8.

Knight, Robert E.: = Requirements =
Reserve Requirements, Federal Reserve Bank of Kansas City, Monthly Review, April 1974, S. 3 - 20.

Kohler, Reinhard: = Grenzen =
Grenzen der Bundesbankpolitik. Wirkungsanalysen restriktiver Zentralbankpolitik 1959-1974, Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Bd. 18, Berlin 1979.

Köhler, Claus: = Thesen =
Thesen und Gegenthesen. Bemerkungen zu Milton Friedmans monetärem Konzept des "New Liberalism", in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 105(1970), S. 31 - 45.

Köhler, Claus: = Geldwirtschaft =
Geldwirtschaft Bd. 1, Geldversorgung und Kreditpolitik, 2. veränderte Auflage, Berlin 1977.

Köhler, Claus: = Probleme =
Probleme der Zentralbankgeldmengensteuerung, in: Probleme der Geldmengensteuerung, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Bd. 99, Herausgegeben von Werner Ehrlicher und Alois Oberhauser, Berlin 1978, S. 11 - 37.

Köhler, Claus: = Grenzen =
Möglichkeiten und Grenzen der Geldmengen-Steuerung. Grundrichtung monetärer Aggregate ist zielgerecht lenkbar, Handelsblatt vom 11.4.1978, S. 2/4.

Kösters, Wim: = Grundlagen =
Theoretische und empirische Grundlagen der Geldnachfrage. Eine kritische Analyse der wirtschaftspolitischen Aussagefähigkeit isolierter Untersuchungen der Geldnachfragefunktion, Göttingen 1974.

Kreditanstalt für Wiederaufbau, Mittelstandsförderung rückt mehr in den Vordergrund = Mittelstandsförderung = Handelsblatt vom 22.5.1979, S. 16.

Kummert, Paul: = Zinsspanne = Die Zinsspanne im Realkreditgeschäft ist gering, Der Volkswirt, Reihe Geld und Kredit, Die Zinsspanne im Universalbanksystem, Beiheft zu Nr. 42 vom 20.10.1967, S. 37 - 39.

Lamfalussy, A.: = Money Substitutes = Radcliffe under Scrutiny Money Substitutes and Monetary Policy, The Banker, Vol. 111(January 1961), S. 44 - 50.

Lang,Richard W.: = FOMC = The FOMC in 1978: Clarifying the Role of the Aggregates, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 61(1979), No. 3, S. 2 - 24.

Lang, Richard W.: = Reserve Targeting = The FOMC in 1979: Introducing Reserve Targeting, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 62(1980), No. 3, S. 2 - 17.

Langelütke, Hans: = Grenzen = Grenzen und Voraussetzungen der Konjunkturstabilisierung, in: Die wissenschaftliche Fundierung der Konjunkturpolitik, Beihefte der Konjunkturpolitik, Heft 1, Herausgegeben von Albert Wissler, Berlin 1956, S. 10 - 30.

Lehmann, Werner: = Bausparkassen = Die Bausparkassen, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Bd. 5, Herausgegeben von Ph. Möhring und Heinrich Rittershausen, 5. neubearbeitete Auflage, Frankfurt a.M. 1977.

Leigh-Pemberton, Robin: = Building Societies = Banks, Building Societies and Personal Savings, National Westminster Bank, Quarterly Review, May 1979, S. 2 - 10.

Leijonhufvud, Axel: = Interpretation = Keynes and the Keynesians: A Suggested Interpretation, The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 57 (1967), S. 401 - 410.

Leijonhufvud, Axel: = Keynes = On Keynesian Economics and the Economics of Keynes, New York - London - Toronto 1968.

Lieberman, Charles: = Definition =
A Transactions vs. Asset Demand Approach to the Empirical Definition of Money, Economic Inquiry, Vol. 17(1979), S. 237 - 253.

Lindbeck, Assar L.: = A Study =
A Study in Monetary Analysis, Stockholm 1963.

Lindsay, J. Robert: = Bank =
Bank and Nonbank Financial Intermediaries and Monetary Policy; Financial Institutions and Markets, Edited by Murray E. Polakoff and Others, Boston 1970, S. 513 - 527.

Lipp, Ernst-Moritz: = Bedeutung =
Zur Bedeutung institutioneller Bedingungen für die Stabilitätspolitik - dargestellt am Beispiel Großbritannien, Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Heft 3/1978, S. 347 - 373.

Llewellyn , David T.:= Deposits =
Do Building Societies Take Deposits away from Banks? Lloyds Bank Review, January 1979, S. 21 - 34.

Loef, Hans-Edi: = Wartezeiten =
Wartezeiten im Bauspargeschäft. Eine empirische Analyse für die Bundesrepublik Deutschland 1958 - 1976, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft und Statistik der Universität Konstanz, Diskussionsbeiträge Nr. 108, Januar 1978.

Lovati, Jean M.: = Competition =
The Changing Competition between Commercial Banks and Thrift Institutions for Deposits, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 57(1975), No. 7, S. 2 - 8.

Lovati, Jean M.: = Similarity =
The Growing Similarity among Financial Institutions, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 59(1977), No. 10, S. 1 - 11.

Lovati, Jean M., Gilbert, R. Alton: = Floating Ceilings =
Do Floating Ceilings solve the Usury Rate Problem? Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 61(1979), No. 4, S. 10 - 19.

Lutz, Friedrich A.: = Zinstheorie =
Zinstheorie, Zweite, neu bearbeitete und stark erweiterte Auflage, Zürich - Tübingen 1967.

Marty, Alvin L.: = Money =
Gurley and Shaw on Money in a Theory of Finance, Journal of Political Economy, Vol. 69(1961) S. 56 - 62.

Mattfeldt, Harald: = Geldmengenproblem =
Das Geldmengenproblem, Empirische Untersuchungen in der Bundesrepublik Deutschland, Dynamische Ökonomie, Bd. 11, Berlin 1973.

Matusza, Manfred: = Zwischenzielproblematik =
Zur Zwischenzielproblematik - ein portfoliotheoretischer Ansatz, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 192(1977), S. 265 - 275.

Mayer, Thomas: = Structure =
The Structure of Monetarism (I), Kredit und Kapital, 8. Jg.(1975), S. 191 - 218.

Mayer, Thomas: = Comments =
Comments on Brunner and Meltzer; Monetarism, Jerome L. Stein (ed.), Amsterdam - New York - Oxford 1976, S. 142 - 149.

Mayer, Thomas: = Weltanschauung =
Monetarism: Economic Analysis or Weltanschauung? Banca Nazionale del Lavoro, No. 126(1978), S. 233 - 250.

Mc Kean, Roland N.: = Liquidity =
Liquidity and a National Balance Sheet, Journal of Political Economy, Vol. 57 (1949), S. 506 - 522.

McKelvey, Edward F.: = Disintermediation =
Interest Rate Ceilings and Disintermediation, A Study by the Staff of the Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington (D.C.) April 1978.

Mc Neill, Charles R., Rechter, Denise M.: = Act =
The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980, Federal Reserve Bulletin, Vol. 66(1980), S. 444 - 453.

Meltzer, Allan H.: = Demand =
The Demand for Money: The Evidence from the Time Series, Journal of Political Economy, Vol. 71(1963), S. 219 - 246.

Meltzer, Allan H.: = Issues =
Major Issues in the Regulation of Financial Institutions, Journal of Political Economy, Vol. 75(1967), Supplement, S. 482 - 501.

Meltzer, Allan H.: = Intermediation =
Money, Intermediation and Growth, Journal of Economic Literature, Vol. 7(1969), S. 27 - 56.

Meltzer, Allan H.: = Regulation =
Regulation Q: The Money Markets and Housing - I; Housing and Monetary Policy, Proceedings of the Monetary Conference Melvin Village, New Hampshire October 1970, S. 41 - 51.

Meltzer, Hans-Jürgen: = Diskussion =
Die Diskussion um die intermediären Finanzinstitutionen unter besonderer Berücksichtigung der deutschen Verhältnisse, Diss. Freiburg 1970.

Metzler, L.A.: = Vermögen =
Vermögen, Sparen und Zinssatz (Wealth, Saving, and the Rate of Interest), deutsch von Gerhard Graf, in: Geldtheorie, Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 64, Köln 1974, S. 182 - 207.

Meyer, Laurence H.: = Wealth Effects =
Wealth Effects and the Effectiveness of Monetary and Fiscal Policies, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 6 (1974), S. 481 - 502.

Meyer, Willi: = Methodologie =
Die Methodologie der positiven Ökonomie und ihre Folgen, in: Neuere Entwicklungen in den Wirtschaftswissenschaften, Verhandlungen auf der Arbeitstagung des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften in Münster 1977, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Bd. 98, Berlin 1978, S. 19 - 46.

Mills, T.C.; Wood, G.E.: = Money Substitutes =
Money Substitutes and Monetary Policy in the U.K., 1922 - 1974, European Economic Review, Vol. 10(October 1977), S. 19 - 36.

Mitchell, George W.: = Monetary Restraint =
Monetary Restraint and Financial Institutions, The Morgan Guaranty Survey, New York, October 1974, S. 7 - 15.

Modigliani, Franco: = Controversy =
The Monetary Controversy, or Should Forsake Stabilization Policy? The American Economic Review, Vol. 67(1977), S. 1 - 19.

Möhring, Philipp, Nirk, Rudolf: = Kreditwesengesetz =
Das Kreditwesengesetz, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse Bd. 6, Herausgegeben von Ph. Möhring und Heinrich Rittershausen, Siebte, neubearbeitete Auflage, Frankfurt a.M. 1976.

Die Monetarismus - Kontroverse. Eine Zwischenbilanz:	= Zwischenbilanz = Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 4, Herausgegeben von Werner Ehrlicher, Wolf-Dieter Becker, Berlin 1978.
Monissen, Hans G.:	= Kreditpolitik = Geldversorgung und Kreditpolitik: Kritische Anmerkungen zur monetären Konzeption von Claus Köhler, Kredit und Kapital, 6. Jg.(1973), S. 134 - 156.
Monissen, Hans G.:	= Stabilität = Die relative Stabilität von Kreislaufgeschwindigkeit des Geldes und Investitionsmultiplikator: Eine Zusammenfassung der Diskussion, in: Geldtheorie, Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 64, Herausgegeben von Karl Brunner, Hans G. Monissen, Manfred J.M. Neumann, Köln 1974, S. 277 - 289.
Moore, Basil J.:	= Theory = An Introduction to the Theory of Finance Assetholder Behaviours under Uncertainty, New York - London 1968.
Morgan, Brian:	= Monetarists = Monetarists and Keynesians. Their Contribution to Monetary Theory, London 1978.
Morgan, E. Victor:	= Saving = Personal Saving and Financial Institutions; City Lights, Essays on Financial Institutions and Markets in the City of London, Published by the Institute of Economic Affairs, o. O. 1979, S. 1 - 18.
Moroney, John R., Wilbratte, Barry J.:	= Money Substitutes = Money and Money Substitutes.A Reply, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 10(1978), S. 115f.
Morris, Roger:	= Challenge = Taking up the Challenge, The Bankers' Magazine, Vol. CCXXIV(August 1980), S. 43f.
Möschel, Wernhard:	= Trennsystem = Das Trennsystem in der U.S.-amerikanischen Bankwirtschaft. Eine normative und faktische Analyse, Studien zum Bank- und Börsenrecht, Herausgegeben von Ulrich Immenga, Bd. 3, Baden-Baden 1978.
Müller, Gerd:	= Zins = Der Zins in der Versicherungswirtschaft, Der Volkswirt, Reihe Geld und Kredit, Probleme der deutschen Zinspolitik, Beiheft zu Nr. 41 vom 11.10.1963, S. 46 - 49.
National Association of Mutual Savings Banks:	= Fact Book = National Fact Book of Mutual Savings Banks, New York, div. Jg.

National Association of Mutual Savings Banks: = Fact Book 1978 = National Fact Book of Mutual Savings Banks, New York 1978.

National Association of Mutual Savings Banks: = Fact Book 1979 = National Fact Book of Mutual Savings Banks, New York 1979.

Neldner, Manfred: = Ideologie = Zum Verhältnis von Ideologie und Theorie bei Milton Friedman, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 189(1975), S. 365 - 377.

Neubauer, Werner: = Erwiderung = Die Wertpapierbestände der Banken und der "Roosa-Effekt" in der Bundesrepublik Deutschland - eine Erwiderung, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 125(1969), S. 695 - 698.

Neubauer, Werner: = Unmöglichkeit = Über die Unmöglichkeit einer monetaristischen Geldpolitik, in: Die Monetarismus - Kontroverse. Eine Zwischenbilanz, Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 4, Herausgegeben von Werner Ehrlicher, Wolf-Dieter Becker, Berlin 1978, S. 149 - 170.

Neumann, Manfred J.M.: = Problem = Zum Problem einer empirischen Widerlegung der "Roosa" - Hypothese am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 125(1969),S. 699 - 707.

Neumann, Manfred J.M.: = Zwischenziele = Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik, Kredit und Kapital, 4. Jg.(1971), S. 398 - 420.

Neumann, Manfred J.M.: = Geldpolitik = Geldpolitik in der Fehlentwicklung, Wirtschaftsdienst, 59. Jg.(1979), Nr. 1, S. 19 - 24.

Ott, Alfred E.: = Preistheorie = Grundzüge der Preistheorie, Grundriß der Sozialwissenschaften, Bd. 25, Begründet von Reinhard Schaeder, Herausgegeben von Harald Jürgensen und Andreas Predöhl, 3. überarbeitete Auflage, Göttingen 1979.

Paffenholz, Hans-Joachim: = Effizienz = Die Effizienz der kreditpolitischen Instrumente der Zentralbank unter Berücksichtigung der sekundären Finanzierungsinstitute, Diss. Kiel 1972.

Paish, F.W.: = Liquidität = Was ist Liquidität eigentlich? (What is this Liquidity?), deutsch von Claus Wieners, in: Geld- und Bankpolitik, Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 28, Herausgegeben von Ernst Dürr, Zweite Auflage, Köln - Berlin 1971, S. 283 - 291.

Patinkin, Don: = Financial Intermediaries =
Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory, The American Economic Review, Vol. 51(1961), S. 95 - 115.

Patinkin, Don: = Money =
Money, Interest, and Prices, Second Edition, New York 1965.

Patinkin, Don: = Friedman =
Friedman on the Quantity Theory and Keynesian Economics; Milton Friedman's Monetary Framework, Edited by Robert J. Gordon, Second Impression, Chicago - London 1977, S. 111 - 131.

Peick, Helmut: = Kooperation =
Kooperation zwischen Banken und Versicherungen, Schriftenreihe des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft, Bd. 5, Herausgegeben von Joachim Süchting, Wiesbaden 1978.

Pesek, Boris P., Saving, Thomas R.: = Wealth =
Money, Wealth, and Economic Theory, Fourth Edition, London 1970.

Phillips, Almarin: = Aspect =
CMC, Heller, Hunt, FIA, FRA, and Fine: The Neglected Aspect of Financial Reform, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 9(1977), S. 636 - 641.

Pigou, Arthur C.: = Employment =
Employment and Equilibrium, London 1941.

Pohl, Rüdiger: = Transmissionsmechanismen =
Die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 190(1976), S. 1 - 28.

Polakoff, Murray E.: = Loanable Funds =
Loanable Funds Theory and Interest Rate Determination; Financial Institutions and Markets, Murray E. Polakoff and others (ed.), Boston etc. 1970, S. 37 - 61.

Porter, Richard D., Simpson, Thomas D., Mauskopf, Eileen: = Innovation =
Financial Innovation and the Monetary Aggregates, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 5(1979), S. 213 - 229.

Rehm, Hannes: = Strukturkrise =
Strukturkrise des Bauspargeschäfts? Konjunkturpolitik, 15.Jg.(1978), S. 225 - 259.

Reiss, Jürgen: = Einkommen =
Das Einkommen ist lohn- und fiskalpolitisch umverteilt worden. Der Kapitalmarkt hat ein anderes Gesicht bekommen/ Die Finanzierungsströme haben sich verändert/ Blick durch die Wirtschaft, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 24.1.1980, S. 3.

Richter, Paul: = Refinanzierung =
Die Refinanzierung der Bausparkassen und der Kapitalmarkt, Der Langfristige Kredit, 31. Jg.(1980), S. 40 - 43.

Robert, Dieter: = Meinungsstreit =
Makroökonomische Konzeptionen im Meinungsstreit, Zur Auseinandersetzung zwischen Monetaristen und Fiskalisten, Schriften zur monetären Ökonomie, Bd. 5, Herausgegeben von Dieter Duwendag, 1. Auflage, Baden-Baden 1978.

Roosa, Robert V.: = Interest Rates =
Interest Rates and the Central Bank; Money, Trade, and Economic Growth, in Honour of John Henry Williams, New York 1951, S. 270 - 295.

Rose, Harold: = Competition =
The Competition for Deposits and the Impact of Monetary Policy, The Institute of Bankers, London 1979.

Rose, John T.: = Attrition =
Federal Reserve System Attrition since 1960, Journal of Bank Research, Vol. 10 (Spring 1979), S. 8 - 27.

Rudolph, Karlheinz: = Baufinanzierung =
Genossenschaftsbanken und die Bausparkasse Schwäbisch Hall: Gemeinsame Baufinanzierung nach Maß, Bankinformation für Volksbanken und Raiffeisenbanken, 2/1980, S. 19 - 21.

Ryan, Terence M.: = Portfolio Selection =
Theory of Portfolio Selection, London1978.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: = Rang =
Jahresgutachten 1972/73, Gleicher Rang für den Geldwert, Stuttgart - Mainz 1972.

Salama, Elías: = Intermediarios Financieros =
Aspectos Analíticos del Control de los Intermediarios Financieros, Económica, La Plata, Argentina, Setiembre - Diciembre 1970, S. 349 - 357.

Salama, Elías: = New View =
The New View and the Distinction between Banks and Nonbanks, Schweizer Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 108. Jg.(1972),S. 73 - 75.

Salama, Elías: = Rates =
Financial Intermediaries, Interest Rates and Instruments of Monetary Policy, Económica, La Plata, Argentina, Enero - Abril 1977, S. 103 - 118.

Sametz, Arnold W.: = Capital =
The Capital Market; Financial Institutions and Markets, Murray E. Polakoff and others (ed.), Boston etc. 1970, S. 385 - 406.

Saving, Thomas R.: = Supply Theory =
Money Supply Theory with Competitively Determined Deposit Rates and Acitivity Changes, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 11(1979), S. 22 - 31.

Savings Institutions and Monetary Policy: = Institutions =
Federal Reserve Bank of Richmond, Monthly Review, August 1961, S. 2 - 5.

Sayers, R.S.: = Geldtheorie =
Geldtheorie und Geldpolitik in England (Monetary Thought and Monetary Policy in England), deutsch von Klaus Wieners, in: Geld- und Bankpolitik, Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 28, Herausgegeben von Ernst Dürr, Zweite Auflage, Köln - Berlin 1971, S. 95 - 111.

Schilcher, Rudolf: = Ausgleichseffekte =
Monetäre Ausgleichseffekte, Konjunkturpolitik, 20. Jg.(1974), S. 207 - 221.

Schimmöller, Heinrich: = Kapitalmarktstrukturen =
Kapitalmarktstrukturen im internationalen Vergleich. Eine Marktanalyse in Verbindung mit einem Ansatz zur Bestimmung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, Frankfurt a.M. - Zürich 1975.

Schirmer, Ulrich: = Einfluß =
Der Einfluß paramonetärer Institutionen auf die Vermögensbildung, das Kreditangebot und die Geldpolitik, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Bd. 55, Herausgegeben von Fritz Voigt, Berlin 1971.

Schlesinger, Helmut: = Erfahrungen =
Neuere Erfahrungen der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, Kredit und Kapital, 9. Jg.(1976), S. 433 - 454.

Schlesinger, Helmut: = Geldpolitik =
Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank 1967 - 1977, Kredit und Kapital, 11. Jg. (1978), S. 3 - 29.

Schlesinger, Helmut: = Kapitalmarkt =
Geldpolitik und Kapitalmarkt, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 98, vom 21.12.1979, S. 1 - 5.

Schmidt, Hartmut: = Habenzinsbindung =
Zur Habenzinsbindung in den Vereinigten Staaten, Kredit und Kapital, 4. Jg. (1971) S. 289 - 323.

Schmölders, Günter: = Liquiditätstheorie =
Von der "Quantitätstheorie" zur "Liquiditätstheorie" des Geldes, in: Geld- und Bankpolitik, Neue Wissenschaftliche Bibliothek, Bd. 28, Herausgegeben von Ernst Dürr, Zweite Auflage, Köln - Berlin 1971, S. 77 - 94.

Schott, Francis H.: = Policy Loans =
Disintermediation through Policy Loans at Life Insurance Companies, The Journal of Finance, Vol. 26(1971), S. 719 - 729.

Schultze-Kimmle, Horst-Dieter: = Kreditwesen =
Universalbanktendenzen im britischen Kreditwesen, Kredit und Kapital, 7. Jg. (1974), S. 543 - 563.

Scitovszky, Tibor: = Capital =
Capital Accumulation, Employment and Price Rigidity, Review of Economic Studies, Vol. 8(1940/41), S. 69 - 88.

Scott, Kenneth E.: = Dual Banking =
The Dual Banking System: A Model of Competition in Regulation, Stanford Law Review, Vol. 30(1977), S. 1 - 50.

Selden, Richard T.: = Velocity =
Monetary Velocity in the United States; Studies in the Quantity Theory of Money, Milton Friedman (ed.), Chicago 1956, S. 195 - 205.

Seldon, Arthur: = Unanimous =
Not Unanimous. A Rival Verdict to Radcliffe's on Money, London 1960.

Seuß, Wilhelm: = Neue Geldpolitik =
Amerika zieht die Notbremse. Die neue Geldpolitik, Frankfurter Allgemeine Zeitung, D-Ausgabe, vom 16.10.1979, S. 13.

Shapiro, Robert: = Aggregate Demand =
Financial Intermediaries, Credit Availability, and Aggregate Demand, The Journal of Finance, Vol. 21(1966), S. 459 - 478.

Shelby, Donald: = Some Implications =
Some Implications of the Growth of Financial Intermediaries, The Journal of Finance, Vol. 13(1958), S. 527 - 541.

Siebke, Jürgen: = Konjunkturstabilisierung =
Fiskalistische oder monetaristische Konjunkturstabilisierung? in: Grundfragen der Stabilitätspolitik, Schriftenreihe des wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Bd. 3, Herausgegeben von Bernd Gahlen, Hans K. Schneider, Tübingen 1974, S. 231 - 239.

Simpson, Thomas D.: = Proposal =
A Proposal for Redefining the Monetary Aggregates, Federal Reserve Bulletin, Vol. 65(1979), S. 13 - 42.

Simpson, Thomas D.: = Aggregates =
The Redefined Monetary Aggregates, Federal Reserve Bulletin, Vol. 66(1980), S. 97 - 114.

Slovin, Myron B., Sushka, Marie E.: = Shift =
The Structural Shift in the Demand for Money, The Journal of Finance, Vol. 30 (1975), S. 721 - 731.

Slovin, Myron B., Sushka, Marie E.: = Money =
Money and Economic Acitivity. An Analytical Approach, Lexington 1977.

Smith, David: = Monies =
The Demand for Alternative Monies in the UK: 1924 - 77, National Westminster Bank, Quarterly Review, November 1978, S. 35 - 49.

Smith, Paul F.: = Concepts =
The Concepts of Money and Commercial Banks, The Journal of Finance, Vol. 21 (1966), S. 635 - 648.

Smith, Warran L.: = Effectiveness =
On the Effectiveness of Monetary Policy, The American Economic Review, Vol 46 (1956), S. 588 - 603.

Smith, Warren L.: = Financial Intermediaries =
Financial Intermediaries and Monetary Controls, Quarterly Journal of Economics, Vol. 73(1959), S. 533 - 553.

Smith, Warren L.: = Geldpolitik =
Geldpolitik aus neo-keynesianischer Sicht (A Neokeynesian View of Monetary Policy), deutsch von Wolfgang Schneider, in: Der neue Monetarismus, Herausgegeben von Peter Kalmbach, München 1973, S. 104 - 129.

Spencer, Roger W.: = Channels =
Channels of Monetary Influence: A Survey, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 56(1974), No. 11, S. 8 - 26.

Starke, O.-Ernst: = Hüter =
Hüter der Währung oder Geldgeber der Regierung? Die Stellung der Deutschen Bundesbank (I), Frankfurter Allgemeine Zeitung, D-Ausgabe, vom 4.11.1975, S. 13.

Starke, O.-Ernst: = Bundesbankpolitik =
Bundesbankpolitik und Versicherungswirtschaft, in: Festschrift für Reiner Schmidt, Herausgegeben von Fritz Reichert-Facilides, Fritz Rittner, Jürgen Sosse, Karlsruhe 1976, S. 481 - 503.

Steeb, Guido: = Time Lags =
Time lags der Geldpolitik. Ursachenanalyse und wirtschaftspolitische Implikationen, Europäische Hochschulschriften, Reihe V, Volks- und Betriebswirtschaft, Bd. 199, Frankfurt a.M. - Bern - Las Vegas 1978.

Stein, Jerome L.: = Criticism =
The Monetarist Criticism of the New Economics; Monetarism, Jerome L. Stein (ed.), Amsterdam - New York - Oxford 1976, S. 1 - 16.

Stein, Jerome L.: = Black Box =
Inside the Monetarist Black Box; Monetarism, Jerome L. Stein (ed.), Amsterdam - New York - Oxford 1976, S. 183 - 232.

Streissler, Erich, Tichy, Gunther: = Kreditmarkt =
Die Transmission monetärer Impulse über den Kreditmarkt. Zur Bedeutung der Kreditrationierung und ihrer institutionellen Voraussetzungen in Europa, in: Probleme der Geldmengensteuerung, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Bd. 99, Herausgegeben von Werner Ehrlicher und Alois Oberhauser, Berlin 1978, S. 145 - 195.

Studies in Selective Credit Policies: = Credit =
Federal Reserve Bank of Philadelphia, Herausgegeben von Ira Kaminov und James M. O'Brien, October 1975.

Stützel, Wolfgang: = Saldenmechanik =
Volkswirtschaftliche Saldenmechanik. Ein Beitrag zur Geldtheorie, 2. Auflage, Tübingen 1978.

Taggart, Robert A., Woglom, Geoffrey: = Ceilings =
Savings Banks Reactions to Rate Ceilings and Rising Market Rates, New England Economic Review, Sept./Oct. 1978, S. 17 - 33.

Tatom, John A., Lang, Richard W. = Transfers =
Automatic Transfers and the Money Supply Process, Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 61(1979), No. 2, S. 2 - 10.

Teck, Alan: = Aspects =
Mutual Savings Banks and Savings and Loan Associations: Aspects of Growth, New York - London - 1968.

Teigen, Ronald L.: = Supply =
Demand and Supply Functions for Money in the United States: Some Structural Estimates, Econometrica, Vol. 32(1964), S. 476 - 509.

Thomas, Lloyd B.Jr.: = Money =
Money, Banking, and Economic Activity, Englewood Cliffs(N.J.) 1979.

Thorn, Richard S.: = Nonbank Financial Intermediaries =
Nonbank Financial Intermediaries Credit Expansion, and Monetary Policy, IMF Staff Papers, Vol. 6(1957/58), S. 369 - 383.

Timmermann, Vincenz: = Wertpapierbestände =
Wertpapierbestände und Rendite, Liquiditätsentwicklung und Kredite - eine empirische Analyse über die Wirksamkeit des Roosa-Effektes in der Bundesrepublik Deutschland, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 124(1968) S. 684 - 696.

Timmermann, Vincenz: = Entgegnung =
Die Wertpapierbestände der Banken und der "Roosa"- Effekt - Entgegnung, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 125(1969), S. 708 - 712.

Tobin, James: = Controls =
Monetary Restriction and Direct Controls, The Review of Economics and Statistics, Vol. 33(1951), S. 196 - 198.

Tobin, James: = Management =
Monetary Policy and the Management of the Public Debt: The Patman Inquiry, The Review of Economics and Statistics, Vol. 35 (1953), S. 118 - 127.

Tobin, James: = Money =
Money, Capital and other Stores of Value, The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 51(1961), S. 26 - 37.

Tobin, James: = Commercial Banks =
Commercial Banks as Creators of "Money"; Banking and Monetary Studies, Edited by Deane Carson, Homewood (Ill.) 1963, S. 408 - 419.

Tobin, James: = History =
The Monetary Interpretation of History, The American Economic Review, Vol. 55 (1965), S. 464 - 485.

Tobin, James: = Approach =
The Equilibrium Approach to Monetary Theory, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1(1969) S. 15 - 29.

Tobin, James: = Interest Ceilings =
Deposit Interest Ceilings as a Monetary Control, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 2(1970), S. 4 - 14.

Tobin, James: = Monetary Policy =
Monetary Policy in 1974 and Beyond, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1 (1974), S. 219 - 232.

Tobin, James: = Friedman =
Reply. Is Friedman a Monetarist? Monetarism, Jerome L. Stein (ed.), Amsterdam - New York - Oxford 1976, S. 332 - 336.

Tobin, James: = Keynes =
How Dead is Keynes? Economic Inquiry, Vol. 15(1977), S. 459 - 468.

Tobin, James: = Scribbler =
Comment from an Academic Scribbler, Journal of Monetary Economics, Vol. 4(1978), S. 617 - 625.

Tobin, James: = Grundsätze =
Grundsätze der Geld- und Staatsschuldenpolitik (An Essay on Principles of Debt Management), deutsch von Karl-Heinz Ketterer, Mit einem Vorwort von Karl Otto Pöhl, Schriften zur monetären Ökonomie, Bd. 6, Herausgegeben von Dieter Duwendag, 1. Auflage, Baden-Baden 1978.

Tobin, James: = Transmission Mechanism =
Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism, Southern Economic Journal, Vol. 44(1978), S. 421 - 431.

Tobin, James, Brainard, William C.: = Effectiveness =
Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls, The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 53(1963), S. 383 - 400.

Tobin, James, Brainard, William C.: = Capital =
Asset Markets and the Cost of Capital; Economic Progress: Private Values and Public Policy, R. Nelson, B. Balassa, Amsterdam 1977, S. 235 - 262.

Tobin, James, Buiter, Willem: = Policy =
Long-Run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand; Monetarism, Jerome L. Stein (ed.), Amsterdam - New York - Oxford 1976, S. 273 - 309.

Tobin, James, Dolde, Walter: = Wealth =
"Wealth, Liquidity, and Assumption"; Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages, Proceedings of a Monetary Conference, Nantucket Island (Mass.) June 1971.

Tuccillo, John: = Taxation =
Taxation by Regulation: The Case of Financial Intermediaries, Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 8(1977), S. 577 - 587.

Tudyka, Kurt P.: = System =
System und Politik der Mindestreserve - zur Problematik der Politik der variablen Mindestreservesätze, Volkswirtschaftliche Schriften, Heft 78, Herausgegeben von J. Broermann, Berlin 1964.

United States League of Savings Associations: = Fact Book = Savings and Loan Fact Book, Washington (D.C.), div. Jg.

United States League of Savings Associations: = Fact Book 1966 = Savings and Loan Fact Book 1966, Washington (D.C.) 1966.

United States League of Savings Associations: = Fact Book 1979 = Savings and Loan Fact Book 1979, Washington (D.C.) 1979.

US-Banken, Erlesene Tafelfreuden gleich neben Schalter und Tresor = Tafelfreuden = Handelsblatt vom 28.8.1979, S. 28.

US-Banken, Rolls Royce für reiche Einleger = Rolls Royce = Handelsblatt vom 16.10.1979, S. 9.

US-Banken, Zinsen und Teddybären für Spargelder = Teddybären = Handelsblatt vom 16./17.3.1979, S. 13.

US-Ordnungspolitik, Bürokratie - Debatte = Bürokratie = iwd, Informationsdienst des Instituts der deutschen Wirtschaft, 6. Jg.(1980), Nr. 15, 10. April 1980, S. 4f.

US-Sparkassen, Betagte Prominente werben erfolgreich = Prominente = Handelsblatt vom 11.7.1979, S. 19.

Veit, Otto: = Liquidität = Liquidität und Güterstrom, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 105(1948/49), S. 448 - 462.

Veit, Otto: = Kapitalbildung = Geldschöpfung und Kapitalbildung, in: Geld, Kapital und Kredit, Festschrift zum siebzigsten Geburtstag von Heinrich Rittershausen, Herausgegeben von Hans E. Büschgen, Stuttgart 1968, S. 59 - 72.

Vernon, Jack R.: = Study = Savings and Loan Association Response to Monetary Policies, 1953 - 61: A Case Study on "Availability", Southern Economic Journal, Vol. 31(1965), S. 229 - 237.

Vogl, Gerald: = Diskussion = Zur Diskussion über die Reformnotwendigkeit des Bundesbankinstrumentariums, Das Wirtschaftsstudium, 2. Jg.(1973), S. 295f.

Vogl, Gerald, Woll, Arthur: = Geldsubstitute = Der Einfluß von Geldsubstituten auf die Effizienz der Geldpolitik, Kredit und Kapital, 6. Jg.(1973), S. 415 - 443.

Volcker, Paul A.: = Statements = Statements to Congress, October 17, 1979, Federal Reserve Bulletin, Vol. 65(1979), S. 888 - 890.

Volcker, Paul A.: = Weichen = Mit Washingtons Oktober-Paket wurden die Weichen gestellt, Handelsblatt vom 31.12. 1979, S. 17.

Wallich, Henry C.: = Innovations =
Innovations in Monetary Policy (Paper Presented at the Southern Economic Association Meeting, Atlanta (Georgia) Nov. 18, 1976).

Wallich, Henry C.: = Statement =
Statement to Congress, Federal Reserve Bulletin, Vol. 62(1976), S. 140.

Wallich, Henry C., Keir, Peter M.: = Role =
The Role of Operating Guides in U.S. Monetary Policy: A Historical Review, Federal Reserve Bulletin, Vol. 65(1979), S. 679 - 691.

Was Bauspardarlehen wirklich kosten - um 7 Prozent = Prozent = Capital, Das deutsche Wirtschaftsmagazin, 17. Jg.(Heft 12/1978), S. 276ff.

Wehner, Hans-Georg: = Liquiditätspolitik =
Geldpolitik als Liquiditätspolitik, Diss. Köln 1967.

Welcker, Johannes: = Bausparkassen =
Bausparkassen und die Anti-Wettbewerbs-Polizei, Konjunkturpolitik, 14. Jg.(1977), S. 355 - 362.

Welcker, Johannes: = Replik =
Replik zu: Strukturkrise des Bausparge-schäfts? Konjunkturpolitik, 15. Jg. (1978), S. 260 - 263.

Wie das amerikanische Notenbanksystem arbeitet. Die Geldpolitik wird vom Board of Governors mit Hilfe von zwölf Reservebanken gemacht = Notenbanksystem = Frankfurter Allgemeine Zeitung, D-Ausgabe, vom 7.1.1978, S. 10.

Williams, Leonard: = Building Societies =
Building Societies are not Becoming Banks, The Bankers' Magazine, Vol. CCXX III(August 1979), S. 5f.

Willms, Manfred: = Monetäre Zwischenziele =
Monetäre Zwischenziele europäischer Zentralbanken, Wirtschaftsdienst, 58. Jg. (1978), S. 154 - 160.

The Wilson Report: = Report =
The Bankers' Magazine, Vol. CCXXIV (August 1980), S. 41f.

Wood, John H.: = Notes =
Two Notes on the Uniqueness of Commercial Banks, The Journal of Finance, Vol. 25 (1970), S. 99 - 108.

Wriston, Walter B.: = Credit Allocation =
Foreword zu Diller, Stanley: = Credit Allocation, S. VIf.

Yohe, W.P.: = Derivation =
The Derivation of Certain Financial Multipliers, Southern Economic Journal, Vol. 28(1962), S. 28f.

Young, Ralph A.: = System =
Instruments of Monetary Policy in the United States. The Role of the Federal Reserve System, IMF, Second Edition, Washington (D.C.) 1974.

Zentralverband des Deutschen Baugewerbes: = Jahrbuch =
Jahrbuch des Deutschen Baugewerbes, Bonn, div. Jg.

Zink, Achim: = Aspekte =
Gesamtwirtschaftliche und konjunkturpolitische Aspekte des Bausparens, Versicherungswirtschaft, 35. Jg.(1980), Heft 12, S. 734f.

Lebenslauf

Am 21. März 1950 wurde ich in Köthen-Anhalt als Sohn des Ingenieurs Heinz Wobbermin und seiner Ehefrau Hilde, geb. Thomas, geboren.

Nach vier Jahren Grundschule in Ebersbach-Fils und Kornwestheim besuchte ich ab 1961 die Gymnasien in Kornwestheim und Schorndorf. In Schorndorf legte ich im Frühjahr 1970 die Reifeprüfung ab.

Meinen Wehrdienst leistete ich vom 1.10.1970 - 31.3.1972.

Im Sommersemester 1972 begann ich in Tübingen das Studium der Volkswirtschaftslehre. Dort bestand ich im April 1977 die Diplomprüfung für Volkswirte.

Danach begann ich mit den Arbeiten für meine Promotion. Seit 1978 bin ich als wissenschaftliche Hilfskraft am Lehrstuhl von Herrn Professor Dr. Erich Arndt tätig.

Meine akademischen Lehrer waren die Professoren Dr. E. Arndt, Dr. H.-W. Bayer, Dr.Dr.h.c. N. Kloten, Dr. H. Langen, Dr. S. Menrad, Dr. A.E. Ott, Dr. D. Pohmer, Dr. E. Scheele, Dr. R. Scheyhing, Dr. M. Schweitzer, Dr. H. Strecker und H. Taxis.

Ich bin seit 1977 verheiratet und habe 1 Kind.

Michael Wobbermin